



La transition financière chinoise : un modèle de financement alternatif dans un contexte de libéralisation financière

Zhaomin Zou

► To cite this version:

Zhaomin Zou. La transition financière chinoise : un modèle de financement alternatif dans un contexte de libéralisation financière. Economies et finances. Université de Grenoble, 2013. Français. NNT : 2013GRENE007 . tel-00973231

HAL Id: tel-00973231

<https://theses.hal.science/tel-00973231>

Submitted on 4 Apr 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

THÈSE

Pour obtenir le grade de

DOCTEUR DE L'UNIVERSITÉ DE GRENOBLE

Spécialité : **Sciences Economiques**

Arrêté ministériel : 7 août 2006

Présentée par

Zhaomin ZOU

Thèse dirigée par **Faruk ÜLGEN**

préparée au sein du **Centre de Recherche en Economie de Grenoble** dans l'**École Doctorale de Sciences économiques**

LA TRANSITION FINANCIERE CHINOISE

Un modèle de financement alternatif dans un contexte de libéralisation financière

Thèse soutenue publiquement le 19 juin 2013,
devant le jury composé de :

M. Jaime Marques PEREIRA

Professeur à l'Université de Picardie Jules Verne (Rapporteur)

M. Pierre SALAMA

Professeur à l'Université de Paris XIII (Rapporteur)

Mme Mylène GAULARD

Maître de Conférences à l'Université Grenoble II (Membre)

M. Carlos QUENAN

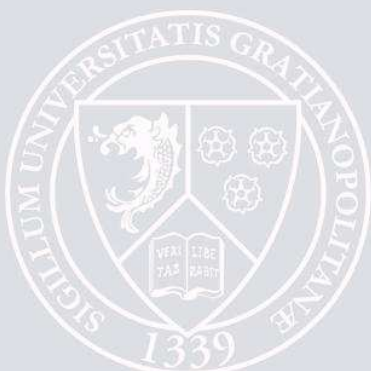
Professeur à l'Université de Paris III (Membre)

M. Ramòn TORTAJADA

Professeur à l'Université Grenoble II (Président)

M. Faruk ÜLGEN

Maître de Conférences-HDR à l'Université Grenoble II (Directeur de thèse)



**« La transition financière chinoise :
un modèle de financement alternatif dans
un contexte de libéralisation financière »**

La Faculté d'Economie et l'Université Pierre Mendès France n'entendent donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans les thèses. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

REMERCIEMENTS

Je tiens particulièrement à remercier le Professeur Faruk ÜLGEN pour son encadrement scientifique et la confiance qu'il m'a accordée. Ses grandes qualités professionnelles et personnelles ont été plus qu'essentiels à l'aboutissement de ce travail. J'exprime également mes remerciements aux Professeurs Jaime MARQUES PEREIRA et Pierre SALAMA qui m'ont fait l'honneur d'être les rapporteurs de ma thèse, ainsi qu'aux membres du jury Carlos QUENAN, Ramòn TORTAJADA et Mylène GAULARD pour avoir accepté de lire et d'évaluer ce travail.

Chacun de ces six chapitres ont présenté, au fur et à mesure de l'analyse, des difficultés qui me paraissaient insurmontables et que je n'aurais pu dominer sans une aide avisée. Je remercie à ce titre Soumaila DOUMBIA et Pauline LACOUR pour avoir passé tant d'heures à corriger mon écriture dans les deux derniers chapitres de la thèse.

Je profite également de cette occasion pour exprimer ma reconnaissance au Professeur Ramòn TORTAJADA pour m'avoir encouragé à commencer une aventure de recherche académique. C'est grâce à sa confiance et son encouragement que j'ai pu réaliser cette thèse.

J'ai une pensée particulière pour tous mes collègues du CEPSE et du CREG aujourd'hui, pour mes amis de la communauté chinoise qui m'ont donné leurs soutiens psychologiques durant ces dernières années.

Ce travail n'aurait pu être conduit à son achèvement sans le soutien inconditionnel et incessant de tous les gens que j'aime ; ma famille, et je pense en premier à mon père Shurong ZOU, à ma mère Min LU, à Yuanyuan LI, qui ne sauront trouver un jour – bien malgré tout l'effort que je continuerai de fournir – un retour parfait en réponse à tout le bonheur qu'ils m'ont de tout temps offert.

致我的父母

Sommaire

Liste des acronymes et abréviations	9
INTRODUCTION GÉNÉRALE	11
PREMIERE PARTIE	24
LA CHINE : UN CONTRE-EXEMPLE DE LA LIBERALISATION FINANCIERE	25
<i>Chapitre 1 : La libéralisation financière dans les pays développés : causes et conséquences</i>	<i>28</i>
Introduction	29
I - Déterminants de la libéralisation financière dans les pays développés	33
II - Processus et évolution de la libéralisation du système financier dans les pays développés	37
III - Conséquences économiques de la libéralisation financière dans les pays développés	43
A - Evolution structurelle des systèmes financiers	43
B - Effets de la libéralisation financière sur l'efficacité et l'allocation des ressources ...	51
C - Effets de la libéralisation financière sur la stabilité financière et la régulation macroéconomique	63
Conclusion.....	78
<i>Chapitre 2 : La libéralisation financière dans les pays en transition : résultats controversés</i>	<i>81</i>
Introduction	82
I - Processus et conséquences de la transition financière	86
A - Modalités et conséquences des réformes	86
B - Revue de la littérature sur les impacts de la libéralisation financière sur la performance bancaire	88
II - Libéralisation financière et croissance économique dans les pays en transition ...	96
A - La controverse des études empiriques.....	97
B - Les conditions préalables à la réussite des réformes financières	99
III - Le rôle du système financier dans la réhabilitation des entreprises publiques ..	105
A - La privatisation freinée par l'inadaptation du système financier	106
B - La crise de financement: pénurie de crédit aux entreprises publiques	110
IV - Le financement des petites et moyennes entreprises (PME) pendant la transition économique	114
A - Le poids économique des PME dans les économies en transition	115
B - Impact de la libéralisation financière sur le financement des PME	116
C - Les difficultés de financement des PME.....	119
Conclusion.....	123
<i>Chapitre 3 : La transition financière chinoise : progrès et difficultés</i>	<i>126</i>

Introduction	127
I - Difficultés de la transition financière en Chine	130
A - Une transition économique freinée par une rupture de financement	130
B - Dysfonctionnements du système de paiement : la menace de démonétarisation et la perte de souveraineté monétaire	132
C - Déficit des finances publiques et fragilité du système bancaire.....	139
D - Deux scénarios de transition financière à comparer	147
II - Transformation institutionnelle du système financier chinois	149
A - L'évolution institutionnelle de l'économie chinoise en transition	149
B - Les déficits budgétaires : origine, développement et solution	152
C - La stabilité des finances publiques à travers la répression financière	165
Conclusion :	172
<i>DEUXIEME PARTIE</i>	<i>174</i>
<i>LIBERALISATION VERSUS REPRESSION : LES EXPERIENCES DE REGULATION FINANCIERE CHINOISE</i>	<i>175</i>
<i>Chapitre 4 : De la répression à la libéralisation : analyse théorique de la libéralisation financière et effets sur la transition financière.....</i>	<i>179</i>
Introduction	180
I - Les approches théoriques de la libéralisation financière	184
A - La répression financière selon McKinnon et Shaw.....	184
B - Le développement des approches de la libéralisation financière	188
II - Les faiblesses théoriques de l'approche de la libéralisation financière	191
A - Effet indéterminé du taux d'intérêt sur l'épargne	192
B - Critiques post-keynésiennes de la libéralisation financière	198
C - Imperfections des marchés financiers et spécificités du système bancaire	206
III - Les faiblesses empiriques révélées par les crises financières.....	212
A - L'instabilité financière accrue du fait de nouveaux risques.....	213
B - La crise des finances publiques et l'instabilité macroéconomique	216
Conclusion.....	224
<i>Chapitre 5 : Une ouverture financière maîtrisée en Chine : pourquoi et comment ?</i>	<i>228</i>
Introduction	229
I - La politique d'ouverture financière en Chine	234
A - Politique d'attractivité des IDE et dynamique de croissance en Chine	234
B - Contrôle de l'afflux des capitaux sur les marchés financiers chinois	237
C - Restriction du volume et de l'échéance des prêts étrangers	239
D - Le démantèlement progressif des restrictions sur les changes.....	240
II - Le contrôle du mouvement de capitaux étrangers et la dépendance financière ..	243
A - Instabilité financière.....	244
B - Propagation des crises	247

C - Danger de la dépendance financière.....	250
III - Indépendance monétaire et dépendance financière	255
A - Indépendance de la Banque centrale versus Indépendance monétaire.....	256
B - Imperfection du système monétaire international et ses implications sur le choix des politiques de change chinoises	261
IV - Internationalisation du yuan	270
A - L'objectif de l'internationalisation du yuan	270
B - Les mesures de l'internationalisation du yuan	272
Conclusion.....	274
<i>Chapitre 6 : La stratégie de surliquidité en Chine</i>	<i>276</i>
Introduction	277
I - Le phénomène de surliquidité de l'économie chinoise	281
A - Analyse des niveaux de liquidité en Chine	282
B - Spécificités du système financier chinois.....	288
II - La remise de la finance au service de l'économie réelle chinoise	301
A - Nécessité d'une politique de crédit expansive	302
B - Surliquidité et répression financière au service de la croissance économique chinoise	313
Conclusion.....	323
CONCLUSION GÉNÉRALE	326
BIBLIOGRAPHIE	330
LISTE DES GRAPHIQUES	347
LISTE DES TABLEAUX	349
TABLE DES MATIÈRES	350

Liste des acronymes et abréviations

BOC	<i>Bank of China</i>
BRI	Banque des Règlements Internationaux
CCB	<i>China Construction Bank</i>
CRBC/ <i>CBRC</i>	Commission de Régulation Bancaire de la Chine / <i>China Banking Regulatory Commission</i>
EBRD	<i>European Bank for Reconstruction and Development</i>
CSRC	<i>China Securities Regulatory Commission</i>
F.M.I	Fonds Monétaire International
ICBC	<i>Industrial and Commercial Bank of China</i>
IDE	Investissement Direct Etranger
NDRC	Commission Chinoise de Réforme et de Développement
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economiques
OMC	Organisation Mondiale du Commerce
PECO	Pays de l'Europe Centrale et Orientale
PIB	Produit Intérieur Brut
PME	Petites et Moyennes Entreprises
QFII	<i>Qualified Foreign Institutional Investors</i>
SAFE	<i>State Administration of Foreign Exchange</i>
SASAC	<i>State Asset Supervision and Administration Commission</i>
SWIFT	<i>Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication</i>
ZES	Zones Economiques Spéciales

« Lénine avait certainement raison. Il n'y a pas de moyen plus subtil et plus sûr de bouleverser la base actuelle de la Société que de corrompre la circulation monétaire. Le procédé range toutes les forces cachées des lois économiques du côté de la destruction, et cela d'une façon que pas un homme sur un million ne peut prévoir. »

J.M. Keynes (1919)

INTRODUCTION GÉNÉRALE

L'économie chinoise affiche, depuis la réforme économique de 1979, une croissance exceptionnelle, non seulement beaucoup plus élevée (voisine de 9% en rythme annuel) que celle des grands pays développés, mais aussi beaucoup plus stable que celle de la plupart des économies de marché émergentes en Asie ou en Amérique latine. Cette performance est réalisée dans un contexte d'ouverture accélérée du pays à l'international, tant des échanges commerciaux (avec l'adhésion à l'OMC en 2001) que des flux financiers (notamment à travers l'absorption des investissements directs étrangers (IDE)). Par contre, ces résultats remarquables ne peuvent cacher des soupçons et des inquiétudes. Au-delà de l'apparence de prospérité, dès le début des réformes économiques, la croissance soutenue s'accompagne de dysfonctionnements bancaires et financiers révélant la fragilité financière du pays (Lal, 2006). Or, cette fragilité est non seulement susceptible de peser sur la perspective de la croissance économique à moyen et long termes, mais aussi de révéler que les conditions préalables à l'éclatement d'une crise financière pourraient être dès à présent réunies. Ainsi, des critiques sont adressées au système bancaire chinois par beaucoup d'économistes occidentaux, qui le considèrent comme son talon d'Achille.

Le paradoxe de l'économie chinoise : une performance économique exceptionnelle s'accompagne de la fragilité de son système financier

En fait, la fragilité du système financier chinois, notamment du système bancaire, est étroitement liée aux réformes engagées dans le secteur des entreprises depuis la transition économique du pays. L'une des principales difficultés est de faire évoluer les institutions financières pour qu'elles puissent non seulement prendre en charge le financement de la restructuration des entreprises publiques, mais aussi mieux répondre aux besoins du secteur privé en expansion. D'une part, les grandes entreprises publiques ont besoin de financement pour moderniser leur appareil productif afin de faire face à la concurrence internationale. D'autre part, les entreprises privées ainsi que les petites entreprises d'État se trouvent confrontées à de sérieux problèmes d'autofinancement. Les efforts entrepris pour améliorer leur situation à cet égard visent essentiellement à modifier la structure financière du pays, mais ils n'ont pas tout de suite été couronnés de succès. En 1996, Standard et Poors, l'une des principales agences américaines de classement des institutions financières, estime le montant

des prêts non-performants à 25 % du total des prêts bancaires, soit pour la même année un montant équivalent à 200 milliards de dollars et à 25 % du PIB (Huchet, 1998).

Du point de vue de la majorité des économistes occidentaux, les faiblesses du système financier chinois (notamment dans les principales banques publiques), caractérisé par le problème des prêts non performants, la faiblesse de la rentabilité et l'insuffisance des fonds propres des banques publiques, pourraient remettre en cause la stabilité de la croissance économique chinoise. Bien entendu, le système financier revêt une importance particulière pour les efforts de développement et de croissance dans les différentes économies du monde, quels que soient le niveau de développement économique et le degré d'industrialisation. C'est une conclusion générale que de nombreux économistes (McKinnon, 1993 ; Levine, 1997) admettent, en se basant sur des études aussi bien théoriques qu'empiriques qui confirment l'existence d'un lien étroit entre le niveau de développement du système financier et le taux de croissance économique. Bien que le sens de causalité entre les deux types de développement, de même que les canaux par lesquels l'un agit sur l'autre, n'aient pas fait l'unanimité pour autant entre les théoriciens, ces derniers ont moins de doute sur la contribution d'un système financier solide et efficace au développement économique. Or, la grande question est de savoir comment cette contribution pourrait être mise en œuvre d'une façon soutenable.

Depuis les années 1980, libéralisation et croissance sont les deux mots d'ordre du discours de politique économique auprès des grandes instances financières internationales telles que le Fonds Monétaire International (F.M.I) et la Banque Mondiale. Dans ce discours officiel, la croissance est l'objectif économique, la libéralisation des marchés le principal moyen pour atteindre cet objectif. Ce paradigme du développement économique s'étend rapidement aux secteurs financiers. Après quelques décennies d'intervention forte des pouvoirs publics sur les opérations financières (pendant les Trente Glorieuses notamment), un nouveau mouvement de libéralisation financière a été entamé depuis les années 1970, d'abord dans les pays développés, et puis dans les pays émergents et en développement. Or, le concept de libéralisation a beaucoup évolué au cours du temps, tant sur le plan académique que dans ses applications dans les différents pays, développés comme émergents. Au début, il s'agit d'une proposition pour lutter contre la répression financière en faisant appel à la hausse des taux d'intérêt. Ensuite, on y associe habituellement des hypothèses fortes concernant une déréglementation des quantités et des prix de différentes ressources financières et une

suppression des frontières entre différentes activités financières au niveau technique comme entre principaux marchés financiers au niveau géographique.

Cette libéralisation financière suscite à la fois beaucoup d'attentes (meilleure efficience dans l'allocation des ressources financières, meilleure intégration internationale économique et financière), et beaucoup de préoccupations. En espérant que la mondialisation financière et l'accroissement des flux financiers internationaux pourraient rendre l'allocation mondiale de l'épargne plus efficiente qu'à l'époque où l'investissement intérieur était contraint par l'épargne intérieure dans la plupart des pays, depuis les années 1990, de nombreux pays en développement ou en transition ont voulu à tout prix être intégrés au système financier mondial par une libéralisation rapide et totale de leur système financier. L'essor spectaculaire des flux de capitaux dans les pays en développement ou en transition a témoigné de cette tendance accélérée de la libéralisation financière internationale. Dans les années 1970 et 1980, l'afflux net total vers ces pays n'était que de 10 à 20 milliards de dollars en moyenne par an, soit environ 1% de leur PIB combiné. Or, en 1991, cet afflux s'est chiffré à 120 milliards, puis il a progressé constamment, atteignant 280 milliards en 1997 (plus de 4 % du PIB de ces pays), avant de tomber à 234 milliards en 1998 (Knight, 1999, p. 32), au lendemain de la crise financière qu'ont connue plusieurs pays du sud-est asiatique.

Malheureusement, les belles promesses de la libéralisation financière n'ont pas toujours été tenues et les résultats ne sont pas très convaincants, notamment pour les pays en développement. La multiplication des crises financières et des crises monétaires de plus en plus graves a révélé des risques supplémentaires de la libéralisation financière. Par exemple, après la crise asiatique en 1998, les analyses s'appuient sur le fait que l'arbitrage effectué par les banques entre devises et monnaie locale entraîne un grand risque de change qui n'était pas suffisamment mentionné par les tenants de la libéralisation financière. Ceci pose la question du poids des crédits domestiques en monnaie locale ou en devise et des échéances sur ces mêmes crédits dans la structure des bilans bancaires. Ce problème du risque de change a trouvé une illustration forte lors des crises des pays en développement. La libéralisation financière entraîne également un risque de chocs financiers plus récurrents, avec des conséquences sur la conjoncture économique, et mettant ainsi en jeu la qualité des crédits (non remboursement, faillites) en cas de récession économique. Aujourd'hui, la littérature économique sur la libéralisation financière commence à souligner son effet déstabilisateur et la présente comme l'une des causes des crises survenues dans nombre de pays en développement. Cependant, l'idée du recours au marché financier international était tellement

populaire qu'il était bien difficile de la refuser notamment sous l'influence des grandes institutions financières internationales. De ce fait, la majorité des études économiques récentes, en s'appuyant sur l'amélioration des conditions institutionnelles et le renforcement des réglementations des institutions financières pour mieux prévenir le risque financier, cherchent à faire s'adapter les pays en développement aux changements dus à la libéralisation financière.

En d'autres termes, la question se pose de savoir si cette libéralisation appliquée dans les pays en développement ne constitue pas un facteur d'aggravation du risque financier en général et une cause plus forte de turbulences systémiques pour les marchés financiers et les secteurs bancaires. En dépit d'une série de crises successives dans les autres pays en développement depuis 1998, la libéralisation financière représente toujours une solution promotrice de développement économique et financier, notamment pour les pays en développement. Quant aux crises financières, les explications se fondent sur l'argument que les systèmes financiers des pays en développement ou en transition souffrent de grandes insuffisances institutionnelles alors que les marchés mondiaux sont confrontés à d'importantes pénuries d'informations. Autrement dit, ce sont les faiblesses des systèmes financiers de ces pays qui seraient responsables des crises. Les mesures de la libéralisation financière sont jugées nécessaires pour favoriser le développement économique et financier des pays, car le sous-développement économique se caractériserait essentiellement par la pénurie de capitaux. Ainsi, si les pays en développement ne peuvent pas compter sur leur propre moyen financier (l'épargne intérieure, domestique), il serait normal pour eux de recourir aux capitaux étrangers pour relancer la croissance économique. Enfin, pour que ces pays puissent être bénéficiaires de financements externes, leur système financier devrait être libéralisé pour mieux intégrer les marchés financiers internationaux.

Aujourd'hui, tous ces arguments semblent être de moins en moins persuasifs étant donné que les deux principales puissances économiques et financières (États-Unis et l'Union Européenne) sont gravement touchées par la crise financière depuis 2007. Si la promesse n'est pas tenue pour les pays développés dont les conditions institutionnelles et la solidité de leur système bancaire sont effectivement meilleures que celle des pays en développement, comment pouvons-nous imaginer que les pays en développement puissent partager le gain de la libéralisation financière ? Y-a-t-il d'autres modèles de développement financier qui permettent à ces économies de promouvoir une croissance économique performante et stable ?

La transition financière chinoise : un contre-exemple de la libéralisation financière

En particulier, la Chine présente les caractéristiques d'un pays à la fois en développement, émergent et en transition. Cette particularité suscite des interrogations sur sa façon d'adopter l'approche de la libéralisation financière pour transformer son système financier. En effet, compte tenu du rôle-clé du système financier dans une économie et des nombreux problèmes liés à l'imperfection institutionnelle du pays, l'ouverture du secteur financier chinois a fait l'objet d'une grande vigilance. Pour les autorités financières chinoises, la libéralisation présente certains avantages, mais elle peut aussi aggraver les problèmes actuels jusqu'à provoquer une crise majeure. De fait, les réformes doivent être à la fois structurelles et réglementaires. Depuis les années 1980, dans le contexte de mondialisation des flux économiques et financiers, les conditions de fonctionnement du secteur financier chinois, et plus particulièrement des banques commerciales, ont connu d'importantes transformations structurelles qui se traduisent *de jure* sous deux formes :

- D'une part, la marge de manœuvre interne des institutions financières s'est largement étendue, entre autres dans les domaines suivants : desserrement du contrôle sur les taux d'intérêt, diminution de l'interventionnisme étatique dans la politique de crédit des banques, réduction des restrictions imposées aux institutions financières en matière d'autorisations, incitations à la concurrence dans le secteur bancaire, mais aussi développement vigoureux du marché du financement direct.

- D'autre part, avec le desserrement tendanciel du contrôle des capitaux et du taux de change, l'environnement opérationnel externe des institutions financières s'est davantage libéralisé. De même, en tant qu'objet des activités des institutions financières, la monnaie a subi des transformations remarquables, tant sur le plan de la stabilité que sur le plan de sa position internationale. En outre, du fait de facteurs tels que les déséquilibres mondiaux et la pression pour la réévaluation du yuan, le contrôle des capitaux s'est encore davantage desserré.

En revanche, au-delà de l'apparence du desserrement de contrôle, l'ampleur de la déréglementation financière s'avère *de facto* très restreint. La Chine n'a pas accordé une grande confiance à la libéralisation financière et le secteur financier chinois est en voie de libéralisation très lente et sous haute surveillance. « *Si nous attendons que les conditions de libéralisation des taux d'intérêt et des changes ainsi que l'internationalisation du yuan arrivent à maturité, nous pourrions ne jamais trouver le moment idéal pour ouvrir les flux de capitaux* », a indiqué la Banque Centrale de Chine (PBOC) dans un rapport publié en février

2012 qui établit un plan de libéralisation¹. Les taux d'intérêt ne sont pas complètement libéralisés et l'ensemble du système financier est toujours dominé par l'Etat à travers les banques publiques. A propos de l'ouverture financière, les mesures sont encore plus strictes. Pour limiter l'influence des investisseurs institutionnels étrangers sur la structure du financement domestique, la *State Administration of Foreign Exchange*, (SAFE, Office des changes chinois) a régulièrement délivré des contingents à des titulaires de licences de *Qualified Foreign Institutional Investors* (QFII)². En 2011, dans le cadre du programme « QFII », la *China Securities Regulatory Commission* (CSRC) a commencé à autoriser les investisseurs institutionnels étrangers qualifiés à investir en Chine. Bien qu'en 2012, le montant total ait été augmenté de 24,55 milliards de dollars pour actuellement atteindre 80 milliards, la progression de l'ouverture reste modeste : les investissements sous le programme « QFII » ne représentent que 1,1% de la valeur de marché totale des actions de classe A, selon la CSRC. A la fin de l'année 2011, la Commission Chinoise de Réforme et de Développement (NDRC) a relevé le quota annuel autorisé de détention de dette étrangère à long terme par les banques étrangères en Chine, à 24 milliards de dollars³. Mais elle a maintenu la restriction sur l'endettement étranger à court terme. La décision annoncée « *vise à réduire la part des emprunts à court terme, plus sensibles aux mouvements de capitaux internationaux* », selon la NDRC. En effet, pendant trente ans, les autorités financières et monétaires chinoises ont contrôlé soigneusement le rythme d'ouverture des marchés de capitaux.

Toutes ces mesures mises en place pour limiter l'ampleur de la dépendance financière internationale montre la grande vigilance du gouvernement chinois vis-à-vis des risques liés aux mouvements de capitaux étrangers. Du fait que le développement économique du pays s'inscrit dans le long terme tandis que la vision des investisseurs financiers est souvent de plus court terme (voire de très court terme), il peut ainsi y avoir des conflits potentiels d'intérêts entre autorités politiques et investisseurs étrangers qui peuvent avoir une conséquence désastreuse sur le développement du pays. Selon Salama (2012b), avec la libéralisation des mouvements de capitaux internationaux, les coûts de transaction sont réduits au maximum et la volatilité des capitaux augmente. Celle-ci dépend du niveau de « liquidité »

¹ Selon ce plan, entre 2017 et 2022, le pays pourrait progressivement ouvrir les opérations de trading sur les marchés immobiliers, des actions et des obligations aux investisseurs étrangers.

² C'est-à-dire les investisseurs institutionnels étrangers qualifiés.

³ En 2011, la Chine n'a emprunté que 44 milliards de dollars en dette étrangère de long terme (1,4% des réserves de change). Parmi ces dettes, une grande partie provient de la part du F.M.I et la Banque mondiale. Seulement 5,3 milliards sont accordés par les banques étrangères.

des investissements. Moins ceux-ci sont liquides, moins forte est la volatilité, et inversement. Moins liquides, les investissements directs sont donc moins volatils que les investissements en portefeuille. Plus volatils par nature que les investissements fixes, les investissements en portefeuille ont une volatilité accrue avec la libéralisation des marchés financiers.

C'est pourquoi il est nécessaire de souligner la différence entre le concept d'intégration et celui de libéralisation. Car une volatilité accrue des mouvements de capitaux à la suite de la libéralisation financière peut exercer un effet déstabilisateur sur le niveau de liquidité d'un pays concerné. En effet, un pays en développement peut mettre en place une stratégie d'intégration dans les flux financiers internationaux sans que cela ne se traduise forcément par une déréglementation totale de son système financier, et donc par une véritable « libéralisation » financière. L'exemple de la Chine met en évidence la nécessité de mettre cette différence de concepts en pratique. Compte tenu des risques supplémentaires que peut introduire une véritable libéralisation financière, c'est-à-dire une dérégulation associée à un rôle dominant des marchés (titres, crédits, dépôts, change), la Chine reste assez prudente vis-à-vis des propositions du F.M.I et cherche à mener une stratégie financière plus équilibrée entre refinancement domestique et endettement international.

Mais le problème financier du pays n'est résolu qu'à moitié. En tant que pays en transition, la Chine a été confrontée à des difficultés de financement des entreprises publiques. Avant la transition économique, toutes leurs activités, qu'elles soient orientées vers l'investissement ou la production étaient déterminées par des décisions administratives non fondées sur des critères de rentabilité financière. Sureffectif, surendettement et faible rentabilité liés à l'absence de sanction par le marché, font que les entreprises publiques chinoises ne peuvent continuer à fonctionner sans subventions de l'Etat. Mais avec le déroulement des réformes économiques, les entreprises publiques ne peuvent plus compter sur le concours étatique pour financer leur exploitation. Pour que celles-ci ne soient pas massivement privatisées ou mises en faillite, il fallait maintenir les subventions octroyées par le Trésor public en les comptabilisant comme dotations ou concours définitifs, rééchelonner les dettes bancaires et reconstituer le capital. En Chine, la restructuration financière des entreprises publiques a été organisée en deux volets :

- 1) La consolidation des dettes à court terme (découvert bancaire) ;
- 2) L'injection de fonds propres (plan de financement).

Mais puisque tous les systèmes financiers des pays en transition étaient eux-mêmes en grande difficulté financière, d'où vient le financement de restructuration ? Les changements

radicaux dans le fonctionnement de leur système financier ont déjà engendré des coûts considérables. On parle généralement des coûts de recapitalisations répétitives des banques (émissions de bons du Trésor en contrepartie des créances douteuses accumulées, annulation de la dette envers l'Etat, garanties gouvernementales sur les créances douteuses, transferts d'actifs et de liquidités) et des programmes de garantie des dépôts par le gouvernement et ainsi que des opérations de sauvetage par la Banque centrale qui, dans la plupart des cas, ont pris la forme d'injections de liquidités. Toutes les mesures font appel à un soutien financier de la part de l'Etat, et par la suite, vont peser gravement sur la dépense budgétaire du pays. C'est une des raisons pour laquelle la majorité des pays en transition ont choisi de privatiser leurs entreprises publiques et ainsi leurs banques pour se débarrasser de la difficulté des finances publiques. Ainsi, pour mieux accéder aux marchés financiers internationaux, bien que les risques soient toujours présents, ils ont successivement déréglementé leur système financier et privatisé leur secteur public pour attirer les flux des fonds étrangers. Pour eux, la libéralisation financière n'est plus qu'une option à choisir, mais plutôt une obligation à exécuter pour sortir de la contrainte financière domestique.

En revanche, le gouvernement chinois a décidé de restructurer une grande partie des entreprises publiques au lieu de les privatiser en masse. Pour résoudre l'insuffisance de ses sources de financement interne, la Chine a repris les mesures de répression financière (le maintien des taux d'intérêt réels négatifs et la facilité exceptionnelle des prêts vers les entreprises publiques, etc.) afin de liquider les dettes des entreprises publiques et de maintenir le niveau de refinancement à moindre coût. Autrement dit, tandis que le reste du monde souhaite que la libéralisation financière offre une nouvelle source de financement pour se libérer des contraintes financières, l'Etat chinois compte sur la répression financière par une « taxe » financière afin de compléter son financement interne. En fait, l'une des plus grandes faiblesses du système financier des pays en développement, c'est l'insuffisante transformation des ressources financières à court terme au service du financement à long terme par les intermédiaires financiers. Les causes de cette faiblesse peuvent être diverses. Tout du moins, dans un grand nombre de pays en développement, ce n'est pas la pénurie des capitaux qui entrave l'investissement et la croissance, mais l'importance du coût de financement (le niveau des taux d'intérêt et la prime de risque élevée) et la difficulté de l'accès au crédit (le phénomène du rationnement de crédit), liés aux risques macroéconomiques et financiers¹, ont

¹ Ces risques macroéconomiques et financiers sont étroitement liés. D'une part, l'instabilité macroéconomique (inflation et déficits budgétaires) peut engendrer l'instabilité financière, surtout

accru fortement la contrainte financière des agents économiques. C'est pourquoi la part des crédits à moyen et long termes est souvent faible dans les pays en développement. A cet égard, l'apport de l'ouverture financière reste mitigé. Parce que si la plupart des investisseurs étrangers ont une vision à très court terme, les mouvements de flux financiers internationaux ne font qu'aggraver l'ampleur d'instabilité financière du pays et augmenter la prime de risque qui était déjà très importante. De ce fait, les pays en développement peuvent se servir de certains dispositifs de la répression financière pour mobiliser leurs ressources financières internes pour financer des projets d'investissement à long terme. La répression financière, en tant qu'outil de stabilisation financière, a permis aux entreprises chinoises de bénéficier de coûts de financement très avantageux afin de moderniser leur système productif et rattraper le retard technologique par rapport aux pays industrialisés. Les autorités chinoises, à travers les banques commerciales publiques, ont mobilisé un volume important d'épargne domestique pour financer l'investissement public et relancer la croissance économique.

Si notre analyse s'arrête là, l'intérêt de recherche sur la transition financière chinoise ne se valorise qu'en une petite partie. Lorsque nous restons dans le cadre analytique de la création monétaire exogène, il paraît difficile de comprendre pourquoi il y a eu tellement de dysfonctionnements du système de paiement liés à la pénurie de crédit bancaire et à la dépréciation de la monnaie locale dans la majorité des crises financières notamment dans les pays en développement. Or, dans une économie de marché décentralisée, le mécanisme de création monétaire est endogène où les crédits font les dépôts. En effet, la plupart des crises financières dans les économies en développement sont avant tout des crises monétaires. Dans la transformation du système financier des pays en transition, nous constatons souvent un passage irrévocable des régimes de « répression financière » vers des régimes de « répression monétaire »¹ qui vise à limiter le plus possible, voire à annuler quasi totalement l'émission monétaire publique, et à concéder le pouvoir de la création monétaire à un système bancaire intégralement privatisé et financiarisé (Théret, 2011). Du fait que la créance nette de l'Etat

quand les établissements de crédit et les emprunteurs sont exposés aux risques de taux d'intérêt et de change. D'autre part, l'instabilité financière (dans un système vulnérable) peut aggraver les déséquilibres macroéconomiques, car les intervenants réagissent en ajustant leurs portefeuilles, notamment les avoirs en devises. Par conséquent, la stratégie des autorités devrait combiner les mesures macroéconomiques et prudentielles pour prévenir ces deux types de risques.

¹ Cette expression est apparue pour la première fois dans le livre « Monnaie, servitude et liberté : la répression monétaire de l'Afrique » (Tchundjang Pouémi, 1980). Elle a été reprise par Théret (2011) par analogie avec la « répression financière » qui prévalait dans la période fordiste-keynésienne et trouvait sa source dans les politiques de sortie de crise des années 1930.

auprès des banques commerciales représente une source importante de création monétaire, l'emprunt intérieur public pour financer la dépense publique peut exercer un effet positif sur la création monétaire en faveur de la production et la consommation de l'économie toute entière. En principe, l'Etat a une responsabilité de maintenir le niveau adéquate de création monétaire pour que l'activité économique ne soit ni restreinte par la pénurie de moyens de paiement, ni perturbée par l'instabilité des prix. Malheureusement, peu de gouvernements des économies en transition sont intervenus directement sur le système public de production pour orienter le crédit intérieur. C'est pourquoi la faiblesse du crédit bancaire intérieur a été constatée dans la quasi-totalité des économies en transition et en développement. En même temps, bien que leur système bancaire soit probablement en situation de surliquidité, il ne peut rien faire en face d'une demande de crédit très faible à cause de l'anticipation pessimiste des entreprises productives. Leurs Etats, souvent préoccupés par le déficit budgétaire, ont mis en place la politique d'austérité et privatisé massivement les entreprises publiques. Cela a effectivement amputé la source de création monétaire de l'ensemble des acteurs économiques. Par conséquent, il est difficile de maintenir le niveau de liquidité pour garantir le fonctionnement sain du système de paiements.

Bien entendu, il ne faut pas rejeter complètement les effets positifs de la libéralisation financière au niveau de l'efficacité de l'allocation des ressources et exagérer l'apport de la répression financière sur la croissance économique. Certaines mesures de répression financière doivent être uniquement appliquées dans des circonstances particulières (par exemple, une crise de liquidité qui risque de paralyser l'ensemble du système des paiements) de sorte que le risque d'aléa moral soit minimisé. Mais pour les pays en développement ou en transition, les priorités de leur réforme financière doivent viser à améliorer la capacité des intermédiaires financiers à mobiliser des ressources à court terme pour répondre aux besoins de financement à moyen et long terme. Etant donné que la situation macroéconomique des pays ne permet pas aux agents économiques d'accéder à une condition de financement favorable à l'investissement productif, la mise en place rapide des mesures de libéralisation financière peut accentuer la perturbation de la structure financière dans les pays concernés au détriment de certains secteurs qui demandent beaucoup de prêts à moyen et long terme, tels que l'industrie et l'infrastructure, etc.

Afin d'étudier ces questions épineuses, notre étude commence par une analyse des effets de la libéralisation financière dans les différents pays. En effet, on ne peut pas comprendre la transformation du système financier chinois sans tenir compte de l'évolution du système

financier et monétaire international sous l'impulsion du concept de libéralisation financière. Quels sont les différents effets de la libéralisation financière sur les pays développés et en développement ? Comment expliquer la récurrence des crises financières après la libéralisation financière ? Si la transition financière chinoise est un contre-exemple de libéralisation financière, comment interpréter ce phénomène paradoxal dans lequel l'excellente performance économique chinoise s'accompagne de la fragilité de son système financier ? Y-a-t-il des enseignements à tirer pour découvrir un modèle alternatif de financement en faveur de la croissance économique des pays en développement ? Toutes ces questions nécessitent un travail approfondi au niveau de la littérature économique mais aussi au niveau des études de cas et d'expériences de plusieurs pays, notamment celui de la Chine.

Pour mener à bien cette recherche, nous avons opté pour un plan composé de six chapitres regroupés en deux parties. Par l'organisation de ces différents chapitres, nous cherchons avant tout une meilleure compréhension du contexte spécial qui favorise la « popularisation » du concept de libéralisation financière. C'est pourquoi, avant d'entrer dans le discours théorique, nous allons d'abord développer un exposé de la libéralisation financière dans les pays développés, ainsi que des analyses précises portant sur les pays en transition et la Chine. Ce n'est qu'à partir de la deuxième partie que nous commencerons à focaliser notre intérêt sur les différentes critiques adressées à l'école de la libéralisation.

Dans la première partie, nous commencerons par une explication de l'origine et du développement de la libéralisation financière dans les pays développés et les pays en transition en particulier. Le premier chapitre consiste à présenter les raisons, le processus et les conséquences de la libéralisation financière dans les pays développés. Un important enseignement est que, du fait des innovations financières, de nombreuses formes de réglementations sont devenues de plus en plus difficiles à mettre en œuvre. En conséquence, même pour les pays développés, la libéralisation financière est mise en œuvre par le biais d'un long processus qui nécessite le renforcement de plusieurs dispositifs réglementaires prudentiels avant son achèvement.

Dans le deuxième chapitre, nous présenterons une revue de la littérature économique sur la relation entre la libéralisation financière et la croissance économique pour montrer que, dans la plupart des pays en transition, la contribution du système financier libéralisé à la croissance économique n'est pas significative. Certaines économies en transition ont beaucoup souffert de la crise du système des paiements à cause de « l'effondrement » du crédit. De ce fait, il est nécessaire mais insuffisant pour les autorités monétaires de

simplement veiller à la stabilité des prix et de la conjoncture macroéconomique. Leur rôle consiste aussi à garantir la pérennité du système de paiements par la préservation de liquidité du système bancaire. A ce titre, les autorités doivent intervenir sur les activités des intermédiaires financiers qui offrent les moyens de règlements en réponse à la demande des agents économiques non financiers. Tandis que cette condition fondamentale n'est pas encore satisfaite, la mise en place de mesures de libéralisation financière risque non seulement d'encourager les comportements opportunistes au détriment du financement vers les secteurs productifs, mais aussi d'aggraver le durcissement des conditions de crédits du fait de la hausse des taux d'intérêt.

Dans le troisième chapitre, nous allons intégrer l'analyse du cas de la transition financière chinoise dans notre étude. L'objectif final est de se démarquer du modèle dominant du financement de l'économie en développement ou en transition en se plaçant sous un modèle alternatif. Par rapport au chapitre précédent, qui se focalise sur la question de savoir pourquoi le facteur monétaire est à l'origine de la majorité de crises financières dans les économies en transition, le troisième chapitre cherche à expliquer quelle importance pourraient avoir l'Etat et ses politiques dans la création monétaire domestique au service de l'ensemble des agents économiques. Nous montrerons que la transformation du système financier chinois demeure une expérience relativement couronnée de succès par rapport aux autres pays en transition ; ce qui nous permettra d'avancer dans la seconde partie une recherche à la fois critique (contre l'approche de libéralisation financière) et constructive afin de découvrir une autre solution de financement plus adéquate en faveur de la croissance économique notamment dans les pays en développement.

La deuxième partie se situe dans cette perspective. Nous commencerons par expliquer, dans le quatrième chapitre, pourquoi la libéralisation financière ne permet pas toujours au système financier de participer à la croissance des pays en développement. Certes, le concept de libéralisation financière est aujourd'hui très populaire du fait de ses effets attendus. Mais, l'apport de ses fondateurs, c'est-à-dire McKinnon (1973) et Shaw (1973), a été largement critiqué et remis en cause. Les auteurs avaient négligé plusieurs points importants comme le rôle de l'effet revenu dans le traitement de l'épargne, l'imperfection des marchés de crédit, le rôle de la demande effective et l'importance des finances publiques. Ainsi, les différentes écoles d'anti-libéralisation financière seront successivement présentées. En principe, nous ne cherchons pas à renforcer la force de l'opposition pour mettre fin à « l'ère » de la libéralisation financière, mais à illustrer l'évolution de la notion de libéralisation financière

qui implique une grande complexité dans son application tant pour les pays développés que pour les pays en développement.

Le cinquième chapitre consiste à justifier la vigilance du gouvernement chinois face à l'accélération de l'intégration financière internationale. Il ne s'agit pas de faire un lien précis entre les crises financières et l'ouverture financière, mais de montrer que la libéralisation financière, la croissance économique et la stabilité financière ne vont pas forcément ensemble de manière systématique. Du fait que les monnaies des pays en développement ne sont pas acceptées en tant que liquidités internationales, la persistance de l'arbitrage entre devises et monnaie locale implique toujours un grand risque monétaire qui augmente la vulnérabilité financière du pays, et par conséquent, fait appel à une réglementation du niveau de dépendance financière (l'endettement en devises étrangères) pour minimiser l'effet du choc financier externe.

Enfin, dans le sixième chapitre, à partir d'un bilan analytique de l'expérience de la transition financière chinoise, nous proposons de réemployer certaines mesures de répression financière afin d'augmenter la part du financement à moyen et long terme dans la totalité du financement intérieur. En effet, le mécanisme d'inflation en Chine ne correspond pas à la version monétariste. L'abondance de l'épargne domestique chinoise est un résultat de la politique de crédit expansive et non pas à l'inverse. Pour ne pas répéter la même erreur des autres pays en transition, pendant toute la période de transition économique et financière, l'Etat chinois a dû intervenir régulièrement dans la transformation du système financier par certains moyens jugés financièrement réprimés pour garantir la pérennité du système des paiements. La préservation de la liquidité du système financier a beaucoup contribué à la stabilité macroéconomique du pays, et par la suite, a permis de soulager les conditions du crédit pour l'ensemble des agents économiques. Il est intéressant de souligner qu'aujourd'hui où les principaux pays développés ont beaucoup souffert de la crise financière de 2007, leurs gouvernements ont également repris les outils de la répression financière pour éponger leur dette publique et accorder la facilité des prêts avec des taux d'intérêts faibles pour échapper à la récession économique. Toutes ces mesures, bien qu'elles portent différentes appellations, partagent certaines caractéristiques de répression financière. Cela correspond parfaitement à nos propres recommandations pour envisager, l'expérience chinoise à l'appui, un modèle de financement alternatif en faveur d'une croissance économique plus stable dans les pays en développement.

PREMIERE PARTIE

LA CHINE : UN CONTRE-EXEMPLE DE LA LIBERALISATION FINANCIERE

La première partie de cette thèse consiste d'abord à resituer le contexte de libéralisation financière des pays développés et en transition. L'objectif est de montrer que la libéralisation financière apporte non seulement des changements structurels dans l'ensemble des systèmes financiers internationaux, mais aussi et surtout certains effets pervers à cause des risques supplémentaires dans tous les pays concernés. Cette partie sera entièrement consacrée aux études empiriques de la libéralisation financière dans les différents pays concernés y compris la Chine où la croissance économique était l'objectif recherché.

Ensuite, les effets de la libéralisation financière seront étudiés. Différents indicateurs macroéconomiques seront pris en compte. Leurs évolutions seront étudiées afin de montrer les effets mitigés de la libéralisation financière sur la croissance économique. Les spécificités des pays en transition seront mises en évidence. Il en découlera qu'une mesure identique, appliquée à des pays différents, produit des résultats différents. A cet effet, l'accent portera sur l'infrastructure financière qui constitue le cœur de la transition financière dans ces pays. Ainsi, ce travail tentera de comprendre les différentes conditions initiales institutionnelles pour les pays développés et pour les pays en transition avant et pendant la libéralisation financière. Ces différences impliquent, par conséquent, les différences dans la priorité accordée à des objectifs de régulation financière dans les pays concernés. Il en résultera que le système financier libéralisé présente certains inconvénients pour ces deux catégories de pays, notamment au niveau de la régulation macroéconomique. Mais comme les pays en transition ont des institutions initiales très différentes de celle des pays développés, une simple transposition des mesures de libéralisation financière peut entraîner des effets très pervers sur le financement des entreprises domestiques. Au lieu d'améliorer la condition de financement, le système financier libéralisé augmente la contrainte de financement pour l'ensemble des agents économiques domestiques. Dans certains pays en transition, ces effets ont abouti aux crises récurrentes dans les années 1990 et 2000 qui ont déstabilisé fortement leur système monétaire.

Cette partie vise aussi à décrire la trajectoire de la transition financière chinoise depuis les années 1990. Si la fragilité financière du système bancaire à cause des prêts non performants persiste dès le début des réformes économiques du pays, comment expliquer que l'économie chinoise ait pu être caractérisée par une croissance forte, conjuguée avec la stabilité financière et monétaire ? Ainsi, l'accent portera sur les raisons de l'essoufflement de cette période de transition économique, donc le choix entre les différents objectifs de régulation macroéconomique.

Au total, pour envisager les nouvelles orientations du modèle de financement plus adaptable aux économies en développement, nous cherchons dans cette partie à montrer les limites de la libéralisation financière sur le plan empirique. Bien que les mesures de libéralisation aient généré des effets pervers qui ont suffisamment été analysées dans les années récentes, il est nécessaire d'insister sur l'évolution des objectifs de la régulation macroéconomique et de structure de financement dans les différents pays concernés après la libéralisation financière, ce qui permet d'établir un parallèle avec les orientations nouvelles du modèle de financement.

Chapitre 1 : La libéralisation financière dans les pays développés : causes et conséquences

Introduction

A partir des années 1970 - 1980, les systèmes financiers des pays développés ont connu de profondes modifications structurelles au travers des réformes de déréglementations et des innovations technologiques. Les dispositifs qui étaient en place dans la plupart des pays développés avant les années 1970 se caractérisaient par de fortes limitations du jeu des forces du marché au moyen notamment de contrôles des prix ou du volume des opérations des institutions financières, de restrictions à l'accès au marché financier et d'un contrôle de l'allocation des ressources entre emprunteurs concurrents. Ces cadres réglementaires restrictifs ont évolué pour répondre à un certain nombre d'objectifs économiques et sociaux des gouvernements. Au cours de la période de reconstruction de l'après-guerre, un grand nombre de pays ont utilisé les contrôles directs pour canaliser les ressources vers des branches d'activité jugées prioritaires; les restrictions imposées à l'accès au marché et à la concurrence ont été partiellement motivées par un souci de stabilité financière et la gestion macroéconomique a souvent eu recours à des contrôles sur les banques et les institutions financières.

La grande transformation des systèmes financiers au cours des années 1980 vers une plus large ouverture sur les mécanismes de marché a été suscitée par un certain nombre de facteurs interdépendants qui rendaient de plus en plus difficile aux contrôles directs d'atteindre les objectifs qui leur avaient été assignés auparavant. Certains auteurs (Malcolm et Hviding, 1995) ont mentionné certains facteurs les plus importants. On peut citer :

- *L'évolution macroéconomique*, notamment le creusement des déficits budgétaires et l'apparition de problèmes inflationnistes dans les années 1970, qui ont rendu plus nécessaire la flexibilité des taux d'intérêt. En fait, les années 1970 correspondent à l'apparition de difficultés économiques. C'est la fin des trente glorieuses, ces 3 décennies de croissance économique où la prospérité générale semblait enfin devenue possible. D'une part, le système monétaire découlant des accords de Bretton Woods avait atteint des limites qui révélaient ses contradictions¹. D'autre part, les économies nationales s'essouffaient, générant chômage et

¹ Le principal paradoxe rencontré par le système monétaire international est de tenter de concilier deux objectifs contradictoires. D'un côté, le fonctionnement de l'étalon de change-or-dollar s'appuyait sur la capacité des États-Unis à défendre la parité-or du dollar ; ce qui supposait de leur part une stricte discipline monétaire. De l'autre, le recours systématique au dollar comme monnaie internationale obligeait les États-Unis à alimenter le monde en liquidités pour soutenir la croissance mondiale et éviter les risques de déflation ; ils devaient donc accepter des déficits persistants de leur compte

inflation. L'extension de la libéralisation des échanges de biens et de capitaux apparaissait comme indispensable pour permettre le retour de la croissance. Cette idée fut fortement promue par les milieux économiques et les grandes institutions financières internationales, la notion de libéralisation des échanges s'y retrouvant élargie à celle de privatisation et de marchandisation la plus large possible. Cette politique fut largement mise en œuvre par les gouvernements Thatcher et Reagan, et elle fut quasiment imposée aux pays en difficulté qui demandaient l'aide du F.M.I ou de la Banque Mondiale. Durant les années 1980 et 1990, pratiquement l'ensemble des pays de la planète ont dû s'y soumettre.

- *L'innovation financière et le développement technologique rapide*, par le biais desquels les réglementations ont pu être de plus en plus facilement contournées. En principe, l'innovation financière est définie comme l'apparition de nouveaux instruments et services financiers ainsi que l'émergence de nouvelles formes d'organisation sur des marchés plus sophistiqués et plus complets (Noyer, 2007). L'innovation financière a eu comme principal objectif de faciliter le développement du crédit en particulier par les marchés de crédit. On a clairement observé au cours des dernières années un développement rapide des dérivés de crédit, de la titrisation, des *hedge funds* et du *private banking*, qui a abouti à une situation dans laquelle la plus grande part du risque de crédit ne se présente plus sous la forme de prêts détenus jusqu'à l'échéance au bilan des banques, mais est transférée vers des institutions financières non bancaires qui peuvent recourir à un fort effet de levier. Cette évolution s'est produite dans les pays développés dans un contexte d'innovation financière majeure et elle a créé de nouveaux défis pour les banquiers centraux en rendant l'analyse monétaire plus complexe, en modifiant le mécanisme de transmission de la politique monétaire et en risquant, dans certains cas, de menacer la stabilité financière.

- *Le rétrécissement de la base réglementaire et de contrôle monétaire*. Ce phénomène a résulté de différentes manœuvres de contournement des réglementations (telles que le développement de centres financiers *offshore* ou l'adoption par les banques de méthodes de financement hors bilan) ainsi que de la contraction plus générale des activités des banques et autres institutions réglementées au profit d'acteurs moins strictement encadrés du secteur financier. En conséquence, au travers des substitutions entre actifs d'épargne rémunérés et actifs liquides rémunérés, la libéralisation peut modifier la demande de monnaie et même la rendre instable. Les canaux traditionnels de transmission de la politique monétaire et plus

courant. C'est donc le fameux paradoxe de Triffin (Eichengreen, 2004 ; Roubini & Setser, 2005) qui a révélé la non viabilité du système monétaire de Bretton Woods.

généralement l'efficacité du contrôle monétaire ont été mis en cause. Car les indicateurs de monnaie deviennent de plus en plus ambigus lorsque les innovations financières offrent de proches substituts aux composantes de l'agrégat monétaire défini par les banques centrales. Ainsi, si celles-ci cherchent à contrôler uniquement l'indicateur plutôt que traiter le facteur sous-jacent lié au changement structurel, l'indicateur cesse d'être un bon indicateur. C'est la loi de Goodhart¹. Cette loi trouve des applications en économie, particulièrement dans le domaine des politiques monétaires dans les pays qui avaient engagé la libéralisation financière (Goodhart, 1993). Par exemple, en postulant que l'offre de monnaie détermine la demande globale et le niveau des prix, les monétaristes préconisent aux gouvernements une fixation des objectifs en termes de croissance de la masse monétaire. De nombreuses critiques voient la masse monétaire uniquement comme un indicateur du niveau de demande globale (et un indicateur de mauvaise qualité, qui plus est). Dès qu'on cherche à maîtriser les indicateurs pour contrôler l'offre de monnaie, la relation entre la masse monétaire et la demande globale disparaît. Ainsi, si l'offre de monnaie est restreinte et que les ménages souhaitent s'endetter pour consommer, la monnaie circulera simplement plus vite, et la demande globale ne déclinera pas.

Ces changements étaient si radicaux qu'une certaine réforme des réglementations financières était probablement inévitable. Mais malheureusement, nous n'avons pas vu beaucoup des mesures réglementaires qui visent à prendre en compte et neutraliser les comportements pervers des agents privés à la suite de la libéralisation financière. Au contraire, tous les pays concernés ont mis en œuvre au moins un certain nombre de mesures de libéralisation au cours des deux décennies suivantes. Les réformes essentielles que l'on retrouve dans la majorité des pays développés sont la suppression de la plupart des contrôles de prix et des contrôles quantitatifs imposés aux banques, la libéralisation de l'accès au marché à l'intérieur du secteur des services financiers, et la suppression des contrôles de change. Ainsi, il y avait des préoccupations qui se sont multipliées sur la réalisation effective de ces mesures et sur les conséquences de la déréglementation sur la stabilité financière, tant pour le contrôle monétaire que pour la surveillance des marchés financiers. Certains doutes ont notamment été suscités par les turbulences voire les crises enregistrées sur les marchés financiers ainsi que par les très gros problèmes structurels (risque systémique par exemple)

¹ La loi de Goodhart indique que dès lors qu'un indicateur économique ou social devient un objectif de politique, il perd tout contenu en information qui le rendait potentiellement utile.

observés dans le secteur bancaire de plusieurs pays¹, comme par exemple, la crise financière des caisses d'épargne américaines en 1984 et le krach boursier mondial de 1987. A ces préoccupations se sont ajoutées les crises financières des années 1990 qui ont particulièrement touché les pays en développement : crise mexicaine de 1994-1995, crise asiatique de 1997-1998, crise russe de 1998, crise brésilienne de 1999, crise turque de 2000, crise argentine de 2001-2002, crise brésilienne de nouveau en 2002. Chaque crise a été déclenchée par des mouvements brusques de capitaux et des attaques spéculatives contre les monnaies des pays en développement concernés. Les capitaux financiers qui s'étaient dirigés vers ces pays avant la crise s'en retiraient, provoquant la crise. Une fuite des capitaux vers la sécurité s'opérait : ils retournaient vers les centres financiers des pays développés considérés comme plus sûrs jusqu'en août 2007 lorsque la crise financière a enfin éclaté dans la principale économie mondiale et touché alors principalement les sociétés financières privées des pays les plus industrialisés, en particulier en Amérique du Nord et en Europe occidentale et centrale.

Bien que le nombre de crises se multiplie dès le début de la grande vague de libéralisation financière, pourquoi la libéralisation financière a accéléré sa généralisation dans presque tous les pays développés et puis dans beaucoup de pays en développement ? A-t-elle tenu sa promesse pour améliorer l'efficacité de financement ? Et quelles modifications structurelles ont été appliquées après ces crises dans les pays développés ? Toutes ces questions sont très importantes, parce que cela nous permet d'évaluer les effets réels de la libéralisation financière et des « bonnes » politiques réglementaires dans un contexte de la globalisation financière. Pour y répondre, nous essayons avant tout de comprendre ces préoccupations dans les pays développés par une description globale du processus de réforme et une évaluation de ses conséquences économiques. Ce premier chapitre comprend trois sections ; il donne d'abord les raisons principales de la libéralisation financière et ensuite un bref aperçu du processus de libéralisation, suivis par une analyse de la justification économique des (dé)réglementations financières, avant de présenter, dans la dernière section, une analyse des conséquences économiques de la déréglementation.

¹ Voir, par exemple, Demirguç-Kunt et Detragiache (1998) qui soulignent le lien entre libéralisation du secteur et crise bancaire.

I - Déterminants de la libéralisation financière dans les pays développés

Pour comprendre les raisons des mutations financières dans les pays développés, il faut se placer dans le contexte historique de la fin des années 1970 ; cette période, qui est la fin de la régulation fordiste (Aglietta, 1976), se caractérise par :

- la stagflation : une inflation qui s'accélère et une croissance économique qui ralentit sans toutefois se rompre, avec des conséquences préoccupantes en termes de déficits internes et parfois externes,

- des chocs pétroliers qui renchérissent le coût des matières premières et des sources d'énergie,

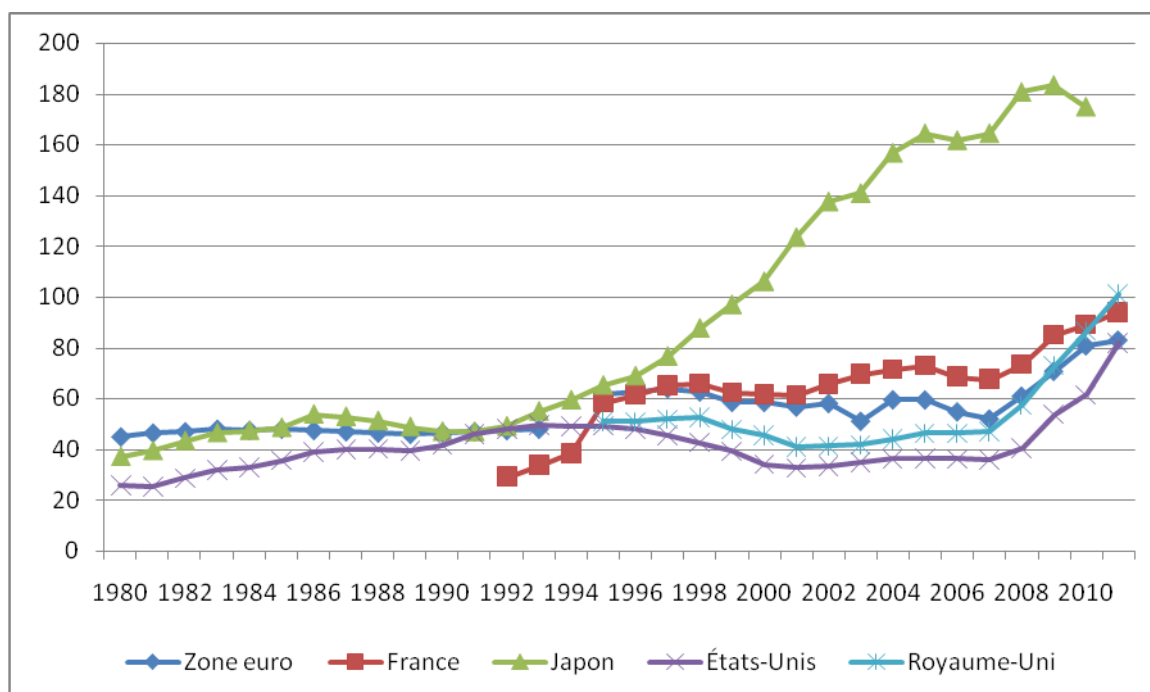
- une modification de l'équilibre épargne/investissement : le déficit budgétaire demande l'ajustement entre offre et demande de capitaux. Par conséquent, l'Etat se désengage dans certains domaines économiques pour réduire la dépense publique et permet aux capitaux privés ou étrangers de jouer un rôle plus important dans le financement des activités économiques.

Un élément de réponse fait référence à la théorie économique néoclassique selon laquelle les mécanismes de marché, qui favorisent la concurrence, permettent une allocation optimale des ressources. Sur le plan pratique, la suppression des obstacles à la libre circulation des capitaux doit aboutir à un accroissement de la concurrence entre les places financières, et à ce que les économistes appellent une allocation plus efficace des capitaux. Par exemple, un chef d'entreprise, qui souhaite lancer un projet d'investissement et donc stimuler la croissance économique, trouvera forcément, sur les places financières mondiales en concurrence, le financement le moins coûteux pour son projet, même dans le cas où les capitaux nationaux disponibles seraient insuffisants. Parallèlement, les détenteurs de capitaux comme les assurances, les banques ou les fonds de pension, qui peuvent désormais placer leurs capitaux sur n'importe quelle place financière mondiale, vont diversifier leurs risques, en répartissant leurs fonds sur plusieurs marchés, et ainsi en optimisant la gestion de leur portefeuille. De façon plus générale, les pays développés qui disposent de projets d'investissement utiles et efficaces, mais qui manquent d'épargne nationale, pourront financer leurs projets par des capitaux disponibles, prêts à sortir de leur territoire national d'origine, et à s'engager là où on en a le plus besoin. En contrepartie, certains pays en voie de développement ou émergents,

qui ont structurellement besoin, pour accompagner leur politique de développement, de recevoir des financements extérieurs à long-terme, doivent aussi trouver leur intérêt à la libéralisation de la finance mondiale.

Mais en réalité, nous avons constaté un autre scénario qui justifie la libéralisation financière dans la situation de certains pays industrialisés : face à une croissance et une consommation ralenties, les gouvernements des pays développés ont pu creuser à court terme le déficit budgétaire et espérer favoriser ainsi la relance économique, parce que son financement allait être, au moins en partie, assuré par des capitaux étrangers. Prenons l'exemple de la France en 1986, la dette publique française était financée à hauteur de 12% par des investissements étrangers attirés par la qualité de la signature de l'État français. Vingt ans après, la situation se dégrade encore. Comme l'épargne nationale française ne suffit pas, une grande partie de la dette publique est financée par l'étranger (62%) (Creel et Sterdyniak, 2006). En résultat, le niveau des dettes publiques ne cesse d'augmenter dans les principales économies développées.

Graphique 1 : Dette totale du gouvernement central (% du PIB)



Source : A partir des données fournies par la Banque mondiale en 2013, disponibles à l'adresse < <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/> >

A cet égard, la libéralisation des transactions financières est avant tout une réponse aux besoins des États en déficit d'épargne, au moins pour les pays développés. En d'autres termes, ce nouveau système financier libéralisé leur permet d'avoir plus d'avantages que les pays en développement. En fait, les États-Unis depuis la deuxième guerre mondiale, ont tiré parti de leur position dominante et imposé une organisation financière internationale toujours plus libérale et privilégiant leurs propres intérêts. Donnons-en deux exemples. Premièrement, les États-Unis ont refusé, dans les années 1960 et 1970, de réduire leurs déficits extérieurs en adoptant les mesures d'austérité auxquelles tout État autre que les États-Unis ne pourraient échapper : ralentissement de la croissance économique et réduction de la consommation et de l'investissement. Et c'est parce que le système monétaire international était fondé sur une asymétrie qui donnait un degré de liberté aux États-Unis en bloquant les politiques de change des autres pays sur celle des États-Unis. Dans le système de Bretton Woods, seul les États-Unis avaient la liberté de fixer leur taux d'intérêt selon leur politique monétaire. Tous les autres pays devaient utiliser la politique monétaire pour maintenir la parité de leur devise par rapport au dollar. Mais ils avaient besoin des réserves en dollars pour financer le commerce en pleine expansion. Les règlements commerciaux des autres pays périphériques en monnaie de réserve des pays développés entraînent une asymétrie : les pays développés reçoivent un intérêt sur la masse monétaire engendrée par leurs déficits commerciaux. En conséquence, cette asymétrie favorise une croissance exponentielle des dettes internationales entretenant et accentuant les déficits commerciaux intenable des pays développés émetteurs de monnaie de réserve. C'est la raison pour laquelle les États-Unis ont préféré remettre en cause unilatéralement les accords de Bretton Woods et le système de taux de change fixe. La renonciation à la convertibilité du dollar en or en 1971 a permis la concurrence des grandes devises sur le marché international des capitaux. En tous cas, les États-Unis étaient persuadés que leur marché financier dominant profiterait de cette concurrence ; ils ont ainsi pu faire financer leur déficit extérieur par l'épargne mondiale.

Deuxièmement, au début des années 1960, les États-Unis ont créé des instruments financiers sur mesure : ils ont ouvert leur marché des titres financiers publics aux investisseurs internationaux, qui, séduits par des placements sans risque, ont financé la dette publique américaine. Les autres pays développés se sont d'ailleurs empressés d'agir de même, ce qui a généré une course à la dérégulation compétitive et à l'innovation financière publique (multiplication de nouveaux produits financiers) pour attirer les capitaux et financer les déficits publics. Par ailleurs, il faut souligner que la libéralisation financière a été rendue

possible par l'accélération des innovations technologiques et particulièrement celles portant sur les technologies de communication internationale. Le développement informatique et des télécommunications a permis la création et le fonctionnement d'un réseau mondial caractérisé par une obtention d'information directe et moins coûteuse, et un système de paiement international permettant d'échanger et d'enregistrer la circulation rapide des capitaux au niveau mondial. Au final, les pays développés notamment les États-Unis, en raison de leur avancement dans le domaine informatique et des télécommunications, sont logiquement devenus les principales destinations des flux financiers internationaux. En résultat, les marchés financiers n'en sont que plus « prospères » au niveau du volume de transactions avec l'augmentation du niveau de l'endettement des pays développés, mais les conséquences sont préoccupantes.

II - Processus et évolution de la libéralisation du système financier dans les pays développés

Selon certains auteurs (Fisher et Smaoui, 1997), la suppression des contrôles des taux d'intérêt est considérée comme étant l'événement primordial de la libéralisation financière. Les taux d'intérêt de la plupart des pays ont été libéralisés et ne sont plus déterminés administrativement. En fait, il y a les multiples réglementations concernant les systèmes financiers de la plupart des pays développés pendant les années 1960 et 1970 qui peuvent être regroupées dans les grandes catégories suivantes : contrôles des taux d'intérêt ; réglementations applicables au marché boursier ; restrictions quantitatives à l'investissement des institutions financières ; réglementations limitant les liens de capitaux entre institutions financières ; restrictions à l'entrée d'institutions financières étrangères ; et contrôle des opérations de change et des mouvements de capitaux.

En principe, les réglementations mentionnées ci-dessus étaient sous deux ordres : celles qui favorisaient essentiellement l'aptitude à effectuer des opérations aux prix d'équilibre des marchés efficients¹ en évitant toute sorte de distorsion gouvernementale ; et celles qui affectaient les délimitations entre les institutions financières et l'accès au marché au sein du secteur financier (réglementations limitant la gamme des activités autorisées, contrôles de la structure du capital et de l'accès aux marchés étrangers). La déréglementation opérée au cours des années 1980 dans la première de ces deux catégories de dispositions a été considérable ; bien que des restrictions subsistent dans certains secteurs stratégiques, la plupart des contrôles de ce type ont été abolis dans la plupart des pays développés. De plus, la suppression des contrôles sur les mouvements de capitaux et l'internationalisation croissante du secteur des services financiers ont probablement contribué à faciliter le contournement des restrictions qui pourraient subsister.

¹ La théorie dite des « marchés efficients » est dans la lignée des travaux de Fama (1965, 1970), qui avancent la thèse de l'efficacité de l'allocation. Elle stipule que les prix de marché reflètent correctement toutes les informations nécessaires et requises pour que les comportements individuels séparés puissent se révéler globalement compatibles entre eux, ce qui renvoie à la définition bien connue de l'équilibre général néo-walrasien d'une économie de marché concurrentielle (Ülgen, 2012). Sur le marché financier, elle affirme que sous certaines conditions les prix des titres ou des crédits représentent parfaitement leur valeur fondamentale, c'est-à-dire leur valeur compte tenu de l'ensemble des informations disponibles sur ces produits (rentabilité, risques, etc.). En d'autres termes, un marché financier libéralisé inciterait par son libre jeu à investir dans les entreprises les plus productives.

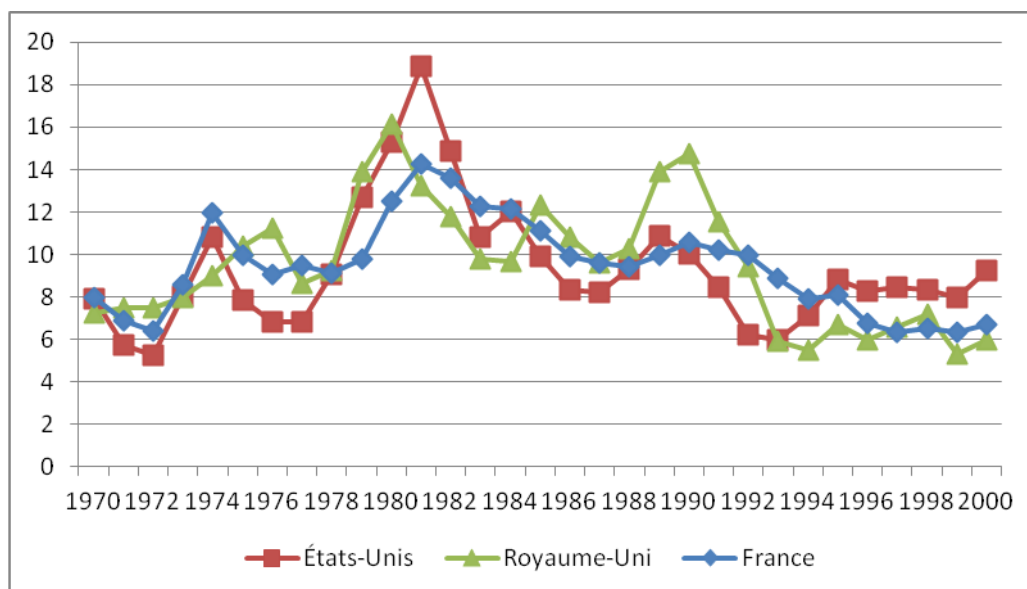
A l'intérieur du système financier des pays développés, les principaux changements ont avant tout eu lieu dans leur secteur bancaire. A partir des années 1980, la plupart des systèmes bancaires ont connu des vagues de déréglementation et de libéralisation financière. Aux États-Unis, cette évolution a été imposée par l'inadaptation de la réglementation antérieure aux nouvelles conditions de l'activité bancaire. Par ailleurs, pour libéraliser le fonctionnement des marchés financiers, les autorités américaines ont favorisé la réduction des monopoles d'accès aux informations et opérations financières. L'extension de la déréglementation aux autres pays s'est opérée dans la diversité du fait des différences significatives des structures bancaires. De toute façon, la déréglementation a consisté à réduire le nombre de procédures spécifiques et à lever les cloisonnements et les interdictions au sein du système de financement afin d'obtenir un marché plus ample et homogène. La France, à partir de 1987, a procédé à la suppression de l'encadrement du crédit et au développement du rôle des marchés. Une des grandes innovations intervenues durant les années quatre-vingt a été le mouvement de désintermédiation, qui a rendu possible l'accès direct des agents économiques non financiers aux marchés des capitaux. Ceci traduit donc le passage progressif d'une économie administrée à une économie de marché, notamment avec la multiplication des modalités de financement de l'économie et l'apparition de nouveaux titres et de nouveaux opérateurs.

En définitif, la déréglementation et la libéralisation financière des années 1980 ont sensiblement accru la marge de manœuvre des institutions financières dans les pays développés. L'objectif poursuivi a donc consisté à décentraliser le fonctionnement du système financier et encourager la compétitivité du secteur bancaire. Par contre, tout cela complique également le mécanisme de régulation des autorités monétaires. Les superviseurs en charge de la réglementation financière ont une tâche complexe, liée à l'évolution rapide des bilans, à celle non moins rapide des techniques financières, et aux moyens limités dont ils disposent pour opérer une surveillance suivie. Par ailleurs, dans les pays développés, la concurrence avec d'autres régulateurs complique encore plus la tâche des superviseurs. Par exemple, les banques commerciales ont fait pression sur les superviseurs pour une sous-évaluation des risques de marché, car elles estimaient faire l'objet d'une concurrence déloyale des banques d'investissement, faiblement contraintes par les exigences en fonds propres et qui *in fine* se prévalurent de l'accès à l'argent des contribuables. Toutes ces mutations sont venues bouleverser l'environnement bancaire. Les banques ont dû s'adapter à cette évolution. En effet, la principale conséquence des mutations réglementaires et de libéralisation financière est l'accroissement de la concurrence entre institutions financières.

La transformation et le développement rapide des marchés de capitaux au cours des années 1980 ont eu un impact important sur les structures de l'activité des établissements de crédits. Les effets ont été particulièrement sensibles sur l'activité d'intermédiation classique pour donner lieu aux phénomènes de désintermédiation et à la « *marchéisation* » des conditions de financement bancaire. En effet, l'intensification de la concurrence et le développement du rôle des marchés a conduit à une diversification des modalités de financements de l'économie. Avec la création de nouveaux marchés de financement (par exemple : la création des titres de créances négociables, la création d'un marché de financement à court terme...), les emprunteurs et principalement les entreprises ne dépendent plus uniquement des banques pour obtenir des fonds ou pour gérer leur risque de taux d'intérêt ou de change. Les banques ont vu également leur échapper les grandes entreprises avec le développement des financements directs, non bancaires (actions et billets de trésoreries) ainsi qu'avec la création de banques de groupe industrielle. Dans ces conditions, les banques ont dû s'adapter à ces variations brutales des besoins économiques. Elles ont dû adapter leur offre aux nouveaux besoins de leur clientèle, notamment en proposant de nouveaux produits.

En théorie, cette concurrence accrue entre banques d'une part et entre banques et marchés financiers d'autre part, devrait conduire à une baisse des taux débiteurs pratiqués ainsi qu'à une baisse des prix des services bancaires. Par ailleurs, cet alignement des banques sur les prix et les taux pratiqués sur les marchés devrait également induire une amélioration des conditions de financement de l'économie avec la réduction des charges de la dette publique et l'abaissement du coût moyen de refinancement de l'activité bancaire et donc au total une amélioration de la politique budgétaire. Selon le graphique ci-dessous, on trouve une baisse des taux d'intérêts des prêts dans les principaux pays développés depuis les années 1980. Mais si les crises arrivent dans ces pays là, les taux d'intérêt ont fortement remonté (1974, 1981 et 1990). Finalement, ils se retrouvent au niveau équivalent à celui d'avant la libéralisation financière.

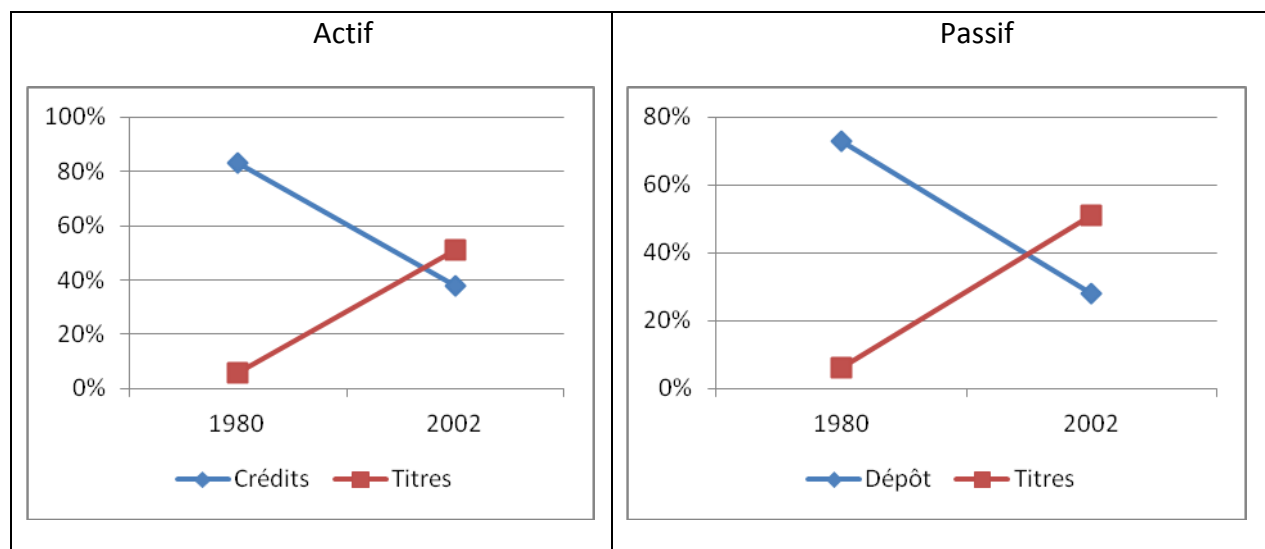
Graphique 2 : Taux d'intérêt des prêts (%) dans certains pays développés



Source : A partir des données fournies par la Banque Mondiale, données statistiques en 2012, disponibles à l'adresse : <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/>

Par contre, il faut souligner que le niveau général des taux des prêts dans les principaux pays développés n'est pas plus bas que celui dans les années 1970, c'est-à-dire avant la libéralisation financière. Par ailleurs, les prédictions selon lesquelles la libéralisation financière devait être fatale aux banques du fait de la concurrence des marchés financiers et du rôle grandissant des investisseurs institutionnels ne sont pas vérifiées. Du fait que l'accélération de la concurrence et la diversification de l'offre ont pesé sensiblement sur la structure du bilan bancaire, les banquiers, principaux acteurs des marchés financiers, sont de plus en plus amenés à faire des efforts supplémentaires en matière de rationalisation de leurs activités et de recherche de productivité.

Graphique 3: La transformation du bilan bancaire en France depuis la libéralisation financière



Cité : *Alternatives Economiques*, n° 254 - janvier 2007

La grande transformation de la structure du bilan des banques françaises confirme de leur effort d'adaptation. Entre 1980 et 2002, le poids des titres à l'actif augmente fortement, compensant la diminution de celui des crédits. Au passif, la part des titres s'est également accrue, en compensant la baisse des dépôts collectés auprès des épargnants. Tout cela témoigne une transformation de la fonction des intermédiaires financiers et leur diversification avec l'arrivée de nouveaux acteurs tels que les OPCVM. Les banques accordent de moins en moins de crédits, et achètent de plus en plus de titres, il s'agit d'une nouvelle forme d'intermédiation financière. L'intermédiation traditionnelle de bilan (activité de crédit) a ainsi été remplacée par une intermédiation de marché (activité de négoce et de courtage) qui s'accompagne souvent la hausse du poids des opérations de hors-bilan dont on sait qu'elles correspondent très largement à des prises de positions spéculatives chez les banques (Guttman, 1994).

Par conséquent, cette présence de plus en plus forte des banques sur les marchés financiers remet à l'ordre du jour la question de la stabilité et de la sécurité du système financier : *« Contrairement à une idée reçue, le développement des marchés financiers ne sonne pas la mort des banques. Si leurs activités traditionnelles de collecte de dépôts et d'octroi de prêts restent à la base de leur rentabilité, elles ont aussi développé des activités d'intermédiaires sur les marchés financiers et s'inscrivent comme des acteurs majeurs de la globalisation financière. Avec la libéralisation financière, les politiques de contrôle public*

des banques n'ont pas disparu mais peinent à maîtriser les risques de crise généralisée. »
(Couppey-Soubeyran, et al., 2006)

Au total, les attentes de la libéralisation financière, c'est-à-dire une amélioration des conditions de financement de l'économie et une amélioration de la politique budgétaire ont été plus ou moins accomplies à travers la réduction des charges de la dette publique et du coût moyen de refinancement. Mais L'évolution structurelle du bilan bancaire depuis la libéralisation financière montre que cette réduction du coût financier était au prix de l'abaissement du crédit dans l'ensemble de l'activité bancaire. En même temps, les déficits budgétaires et les dettes publiques dans les pays développés ne cessent de s'accroître jusqu'aujourd'hui. Les effets positifs de la libéralisation financière restent mitigés et cela demande une analyse plus complète à propos des conséquences économiques de la libéralisation financière.

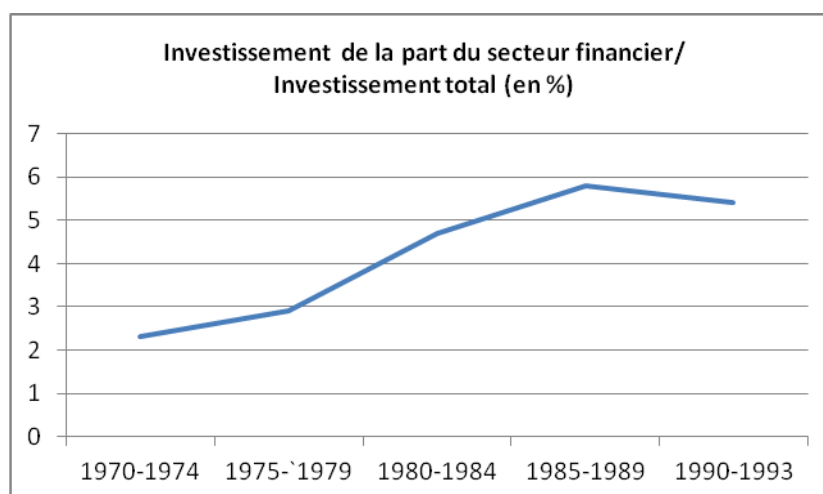
III - Conséquences économiques de la libéralisation financière dans les pays développés

Les conséquences de la libéralisation financière, dites « attendues », se résument, comme nous l'avons vu plus haut, en une plus grande efficacité des marchés, donc une rationalité économique accrue. Mais en réalité, nous trouvons surtout un niveau de complexité de la finance mondiale qui s'accompagne d'une fragilité systémique par tout dans le monde. Dans la présente section, nous allons examiner en détail les conséquences économiques de la libéralisation des marchés financiers en considérant trois principaux aspects : l'évolution structurelle des marchés financiers, les effets sur l'efficacité et l'allocation des ressources ainsi que l'impact sur la stabilité financière et les implications pour les politiques macroéconomiques. L'objectif est donc d'évaluer l'effet de la libéralisation financière sur l'amélioration de l'efficacité du système financier dans les pays concernés durant la période de la transformation financière dans les années 1980 et 1990.

A - Evolution structurelle des systèmes financiers

En supprimant les contraintes qui limitaient l'offre de services financiers, la déréglementation a permis une expansion importante de l'activité financière dans la plupart des pays concernés ainsi qu'une augmentation du volume des ressources qu'il absorbe. Il s'agit là d'une évolution assez générale, comme le graphique suivant le montre :

Graphique 4 : L'évolution du poids de l'investissement de la part du secteur financier dans les pays OCDE¹ (en pourcentage du total)



Source : Malcolm et Hviding, 1995, p. 15

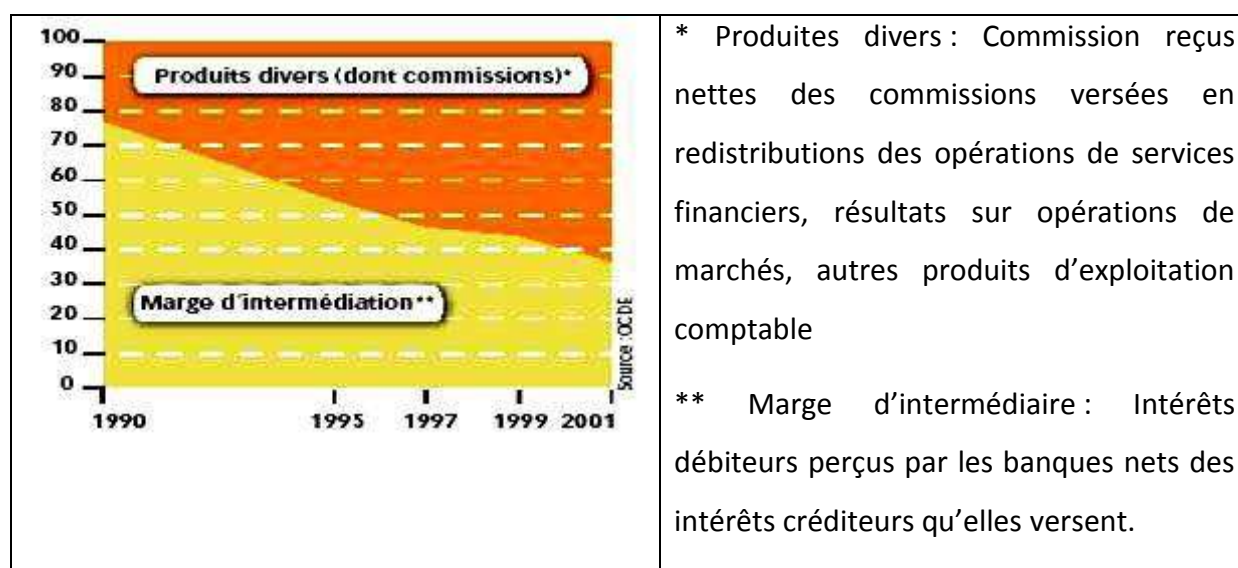
L'investissement dans le secteur financier s'est développé, de manière particulièrement forte dans les pays développés. L'intensification des activités financières s'est traduite par un accroissement substantiel de la taille des bilans par rapport aux revenus, tant dans le secteur des ménages que dans celui des entreprises, dans pratiquement tous les pays développés. C'est dans certains pays, comme les États-Unis et le Japon, qui ont supprimé les restrictions de crédit et les contrôles sur les taux d'intérêt dans les années 1970, que cette évolution a été la plus sensible. Par contre, les indicateurs de l'activité financière ont aussi fortement augmenté dans des pays européens comme l'Allemagne et la France où, depuis longtemps, les taux d'intérêt et le crédit ne sont pas directement encadrés. L'existence de ces tendances dans des pays où la déréglementation n'a joué qu'un rôle mineur donne à penser que des facteurs plus généraux, tels que le changement technologique et l'innovation financière, ont sans doute largement contribué à l'expansion du secteur financier. En bref, la transformation structurelle du secteur financier des pays développés, au cours des vingt dernières années, se caractérise par trois grandes tendances : 1) l'intensification de la concurrence ; 2) la titrisation ; 3) l'internationalisation des marchés financiers.

¹ En %, moyenne pondérée des chiffres des pays suivants : États-Unis, Allemagne, France, Royaume-Uni, Danemark, Islande, Luxembourg et Norvège.

1) L'intensification de la concurrence

Bien que l'intensité de la concurrence soit difficile à mesurer, il est certain que les pressions concurrentielles se sont considérablement renforcées dans de nombreux segments du secteur financier, notamment dans le secteur bancaire. En théorie, les avantages attendus de la concurrence sont une amélioration de l'éventail et de la qualité des services disponibles, une réduction des coûts et des gains de productivité. Avec la libéralisation financière, la banque ne se comporte plus uniquement comme une administration qui cherche à rendre service de financement aux agents économiques, elle n'est plus une sorte de service public bénéficiant de protections spéciales. L'ouverture des marchés de capitaux augmente les pressions concurrentielles et incite donc les banques à rechercher une meilleure efficacité et rentabilité de leurs activités sur les différents marchés et pour lutter ainsi contre la concurrence effective et potentielle. Par conséquent, la hausse de la concurrence et la diversification des activités bancaires ont pesé sensiblement sur l'évolution de la structure des résultats, qui a été marquée par la baisse des marges d'intermédiation. Désormais, la montée des pressions concurrentielles et le développement du rôle du marché incitent les banques à faire des efforts supplémentaires en matière de rationalisation de leurs activités et de recherche de rentabilité potentielle. En résultat, le métier de banquier se concentre de plus en plus à exploiter les activités rentables en dehors de leur métier traditionnel et à rationaliser la prise de risque.

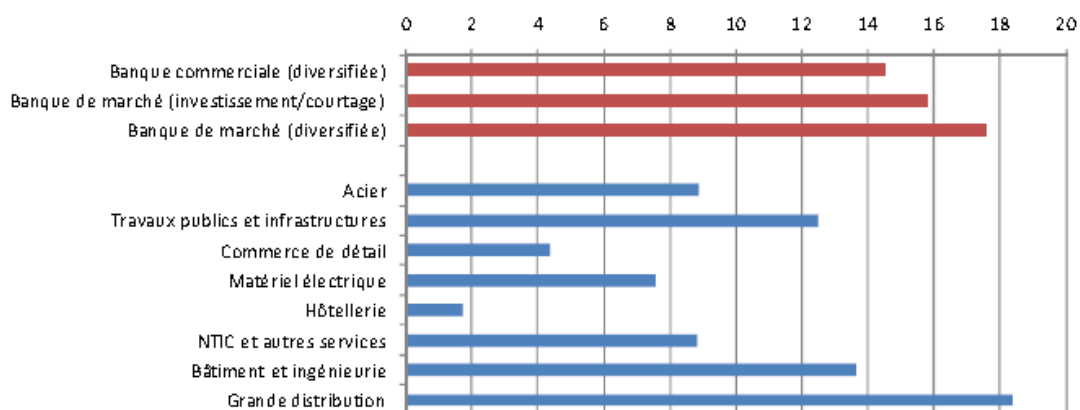
Graphique 5 : Evolution de la répartition du revenu brut des banques, en %



Source : *Alternatives Economiques* n° 254 - janvier 2007

Selon ce graphique, nous trouvons que la baisse de la marge d'intermédiation, fondée sur les opérations de crédits et de dépôts, est compensée par le développement des commissions touchées sur les opérations des différents produits sur le marché financier. Le changement du mode d'exploitation explique pourquoi les rendements du secteur financier ne sont pas mitigés par rapport à ceux des autres secteurs. En fait, le secteur financier dégagne des rendements globalement plus élevés que les autres secteurs de l'économie. Les investisseurs retiennent comme principal indicateur de la performance d'une entreprise la rentabilité de ses capitaux propres « *return on equity ROE* », c'est-à-dire le rapport entre le résultat net et les capitaux propres investis par les actionnaires. Au-delà des performances individuelles des entreprises, on peut mettre en évidence des profils de rentabilité caractéristiques des différents secteurs de l'économie. Les comparaisons réalisées, avant la crise financière aux États-Unis en 2007, tendent à montrer que la rentabilité du secteur financier avant la crise était globalement supérieure à celle des autres secteurs de l'économie.

Graphique 6 : Rendement des capitaux investis avant la crise (ROE en %), 2006



Source : Reuters. Moyenne sectorielle mondiale des indices sélectionnés selon la nomenclature GICS¹ (Lepetit, 2010, p. 20).

De prime abord, les deux éléments de la première tendance, c'est-à-dire l'intensification de la concurrence et la hausse de la profitabilité financière semblent contradictoires. Mais en réalité, la concurrence au sein du secteur financier ne fait pas augmenter la rentabilité par rapport à celle dans les autres secteurs. Ceci se traduit dans le secteur bancaire par les efforts

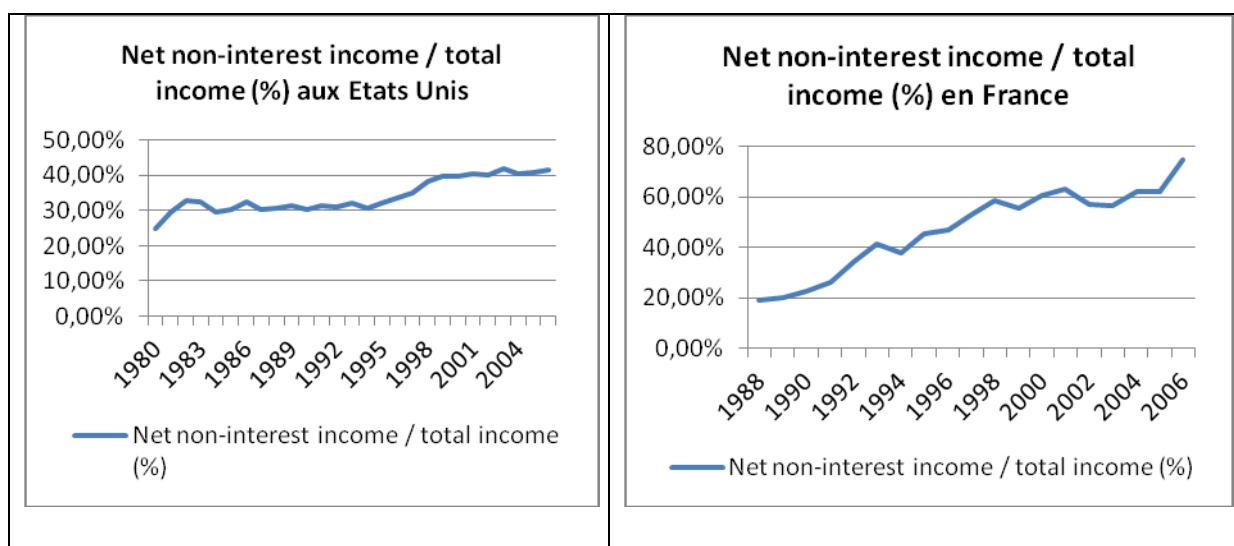
¹ La classification GICS (*Global Industry Classification Standard*) est une taxonomie économique conçue et maintenue par Morgan Stanley Capital International (MSCI) et (Standard&Poor's) à destination du secteur de la finance.

réalisés au cours de cette dernière période pour l'amélioration de la productivité bancaire et la croissance relative des produits nets hors intermédiation (la titrisation, par exemple).

2) La titrisation

La deuxième tendance structurelle importante a été la titrisation, c'est-à-dire un plus grand recours aux valeurs mobilières dans les opérations d'intermédiation. Ce phénomène a revêtu plusieurs formes. Les marchés des obligations et d'effets commerciaux de sociétés se sont développés dans un certain nombre de pays, permettant aux grandes entreprises de lever des fonds directement sur les marchés de capitaux. Nous avons vu se multiplier les organismes de placement collectif - tels que fonds communs de placement et sociétés d'investissement à capital fixe - qui ont facilité l'accès des petits épargnants aux marchés financiers. Dans certains pays développés, les fonds communs de placement monétaire - fonds communs de placement ayant des actifs de haute qualité et extrêmement liquides à courte échéance ou taux d'intérêt variables - sont apparus comme de sérieux concurrents aux dépôts classiques à vue grâce aux innovations échappant aux réglementations, notamment dans les pays où les dépôts sur des comptes courants bancaires sont soumis à des contrôles de taux d'intérêt (États-Unis et France, par exemple). Selon le graphique ci-dessous, la part croissante des commissions (largement liées aux opérations sur créances « titrisées ») dans le revenu total des banques dans ces deux pays montre un développement fort de la titrisation dans leur secteur bancaire.

Graphique 7 : Revenu hors intérêt en pourcentage du revenu total dans les banques américaines et françaises



Source: OECD. Stat-Extracts, 2011, rubrique : Rentabilité des banques OCDE, disponibles à l'adresse < <http://stats.oecd.org/> >

Autre phénomène étroitement associé à la titrisation, c'est l'essor des marchés de produits dérivés de plus en plus sophistiqués (voir le tableau 1), grâce auxquels les investisseurs espéraient en théorie mieux à même de gérer les risques de portefeuille (Gillet, 2006).

Tableau 1: L'expansion des marchés financiers de produits dérivés (1) dans les principaux pays de l'OCDE¹

Montant en principal notionnel en milliards de dollars encours en fin d'année				
	1986	1988	1990	1992
Instruments négociés sur les marchés organisés	583	1307	2292	4641
Instruments négociés de gré à gré	500	1330	3451	5346
Total général	1083	2637	5743	9987
Total général rapporté				
Aux créances internationales des banques déclarantes à la BRI	027	047	076	134
Aux PIB de la zone de l'OCDE	010	019	035	059

Source : Malcolm et Hviding, 1995, p. 17

Pourtant à partir de la fin des années 1990, l'expansion des marchés de produits dérivés a atteint une vitesse incroyable. Le montant total des marchés concernés a doublé voire triplé presque chaque 3 ou 5 ans (Rausser et al., 2010, p. 351). Malheureusement, bien que les progrès technologiques aient contribué à ces évolutions en permettant aux institutions financières de déterminer plus facilement le cours d'instruments dérivés complexes, la crise des *subprimes* aux États-Unis montre que le marché financier de produits dérivés est aussi une source des instabilités financières au lieu d'être une solution contre le risque.

3) L'internationalisation des marchés financiers

La troisième grande tendance a été l'internationalisation des marchés financiers. Le développement spectaculaire des transactions internationales sur titres (actions et obligations) dans les sept pays développés est illustré dans le tableau 2.

¹États-Unis, Japon, Allemagne, France, Italie, Royaume-Uni et Canada

Tableau 2: Transactions internationales sur les actions et obligations¹(en % du PIB)

	1970	1975	1980	1985	1990
Etats-Unis	28	42	93	364	925
Japon		15	70	605	1186
Allemagne	33	51	75	339	575
France			84 ¹	214	533
Italie		09	11	40	267
Royaume-Uni				3675	6901
Canada	57	96	96	267	638
1) En 1982 BRI Rapport annuel, 1992					

Source : Malcolm et Hviding, 1995, p. 18

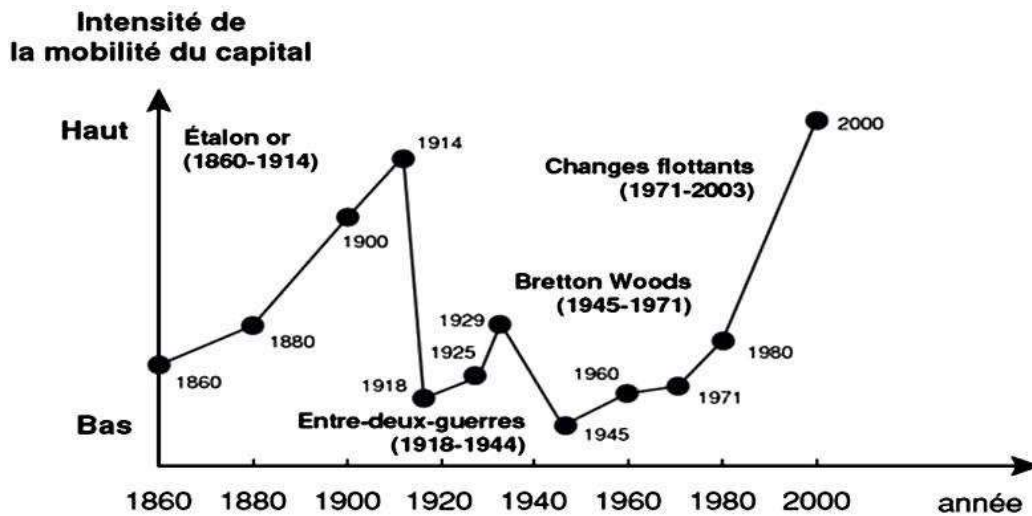
Dans un premier temps, l'accroissement des transactions internationales sur titres est manifestement le résultat direct de la suppression de différents contrôles sur les mouvements de capitaux, mais la réduction des coûts de transaction² a sans doute joué un rôle tout aussi important dans nombre de pays, comme pour les opérations sur titres en général. Le développement du volume des transactions sur les marchés financiers internationaux a été étroitement lié à une diversification internationale accrue des portefeuilles des investisseurs institutionnels.

Si nous élargissons la période de notre analyse et étudions la direction des flux des capitaux, nous trouvons bien qu'entre 1971 et 2000, il y avait une hausse importante de la mobilité des capitaux au niveau international grâce à l'internationalisation des marchés financiers (voir le graphique 8).

¹ Calculée selon les montants d'achats et de ventes brutes de titres entre résidents et non-résidents.

² Il ne s'agit pas ici que des coûts de transaction au sens de la théorie économique mais d'un sens plus pratique qui est celui des coûts administratifs et humains liés à une transaction.

Graphique 8: Mobilité des capitaux de 1860 à 2000



Source : Obstfeld et Taylor, 2002

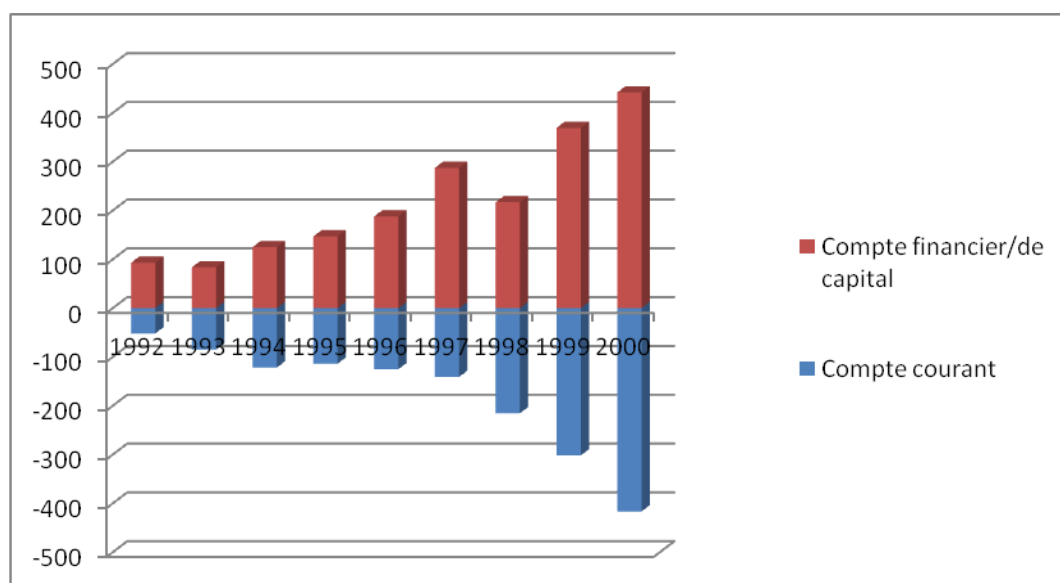
Selon ce graphique, Obstfeld et Taylor divisent l'histoire des mouvements internationaux de capitaux en 4 périodes distinctes:

1. Entre 1860 et 1914 – une forte mobilité du capital de manière continue avec l'adoption de l'étalon-or et l'expansion des relations commerciales
2. 1914-1945 – la destruction économique globale à cause des guerres exerce un effet négatif sur la mobilité de capitaux internationaux
3. 1945-1971 – Période de Bretton Woods : expansion essentiellement du commerce international
4. 1971-présent – Période de libéralisation financière avec taux de change flottants, volatilité économique et financière et l'accroissement des flux de capitaux entre pays.

Mais ces deux économistes n'ont pas souligné un phénomène particulier après la libéralisation financière. C'est la fuite des capitaux vers les pays développés en cas de crises financières. En effet, beaucoup de pays en développement fortement endettés ont connu des fuites de capitaux qui ont posé de sérieux problèmes de services de la dette pendant et après les crises financières. Par contre, les pays développés sont souvent bénéficiaires de ces fuites des capitaux. Si on regarde la balance courante et la balance des capitaux des États-Unis dans les années 1990, on trouve que les excédents des comptes financiers ont comblé parfaitement le déficit du compte courant. Ceci justifie une des raisons principales de la libéralisation

financière : le déficit budgétaire des pays développés demande l'ajustement entre offre et demande de capitaux au niveau international. Au travers des flux des capitaux internationaux, la libéralisation financière répond aux besoins des États-Unis en déficit d'épargne et leur permet de relancer l'activité économique.

Graphique 9 : Balance courante et balance des capitaux aux États-Unis entre 1992 et 2000 (milliard de dollars)



Source: IMF, *Balance of payments yearbook*, 2001

B - Effets de la libéralisation financière sur l'efficience et l'allocation des ressources

L'amélioration de l'efficience du secteur financier est considérée comme l'une des raisons principales de la généralisation de la libéralisation financière. Mais est-ce que les résultats sont réellement satisfaisants ?

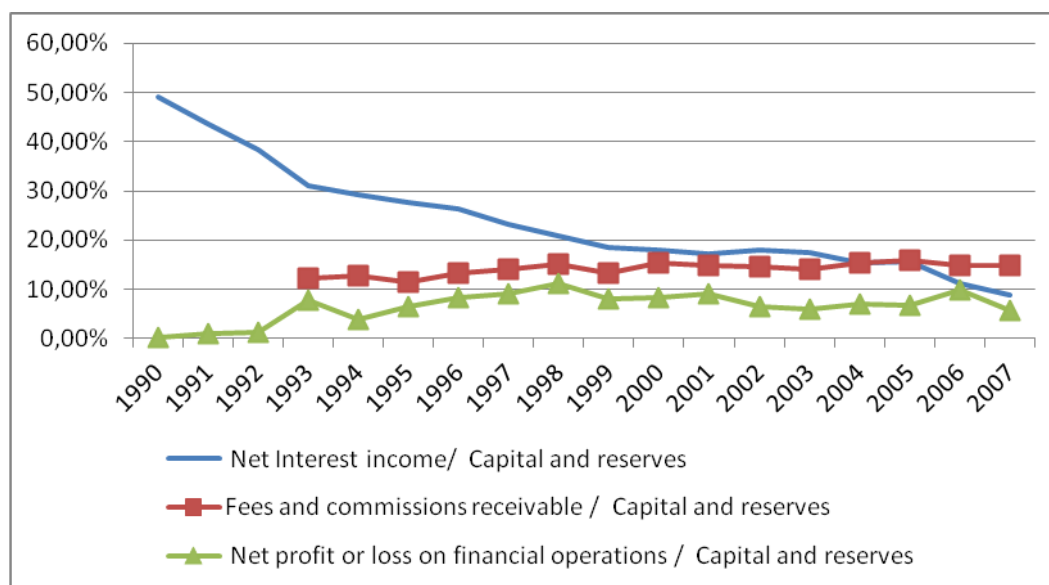
En général, nous distinguons deux aspects fondamentaux de l'efficience du secteur financier (1) son efficience opérationnelle ou interne (c'est-à-dire la qualité des services fournis et le coût de financement) et (2) l'impact du secteur sur l'efficacité de l'allocation des ressources dans l'ensemble de l'économie. Selon la théorie économique orthodoxe, un marché financier libéralisé incite par son libre jeu à investir dans les entreprises les plus productives (Dimson et Mussavian, 1998). Ainsi, la déréglementation financière devrait normalement

avoir des effets positifs sur ces deux aspects. Dans les paragraphes suivants, nous allons présenter un certain nombre de résultats pour examiner les effets de la libéralisation financière.

1) Efficience opérationnelle

La première composante du coût du financement, à savoir la marge d'intermédiation, mesure l'efficience micro économique de l'activité financière. La marge entre les taux sur les prêts et sur les dépôts est influencée par la pression de la concurrence sur les marges bénéficiaires. En théorie, la libéralisation financière diminue généralement les marges bénéficiaires à mesure que les barrières à l'entrée sont démantelées.

Graphique 10 : Les indicateurs de l'efficience opérationnelle dans les banques américaines

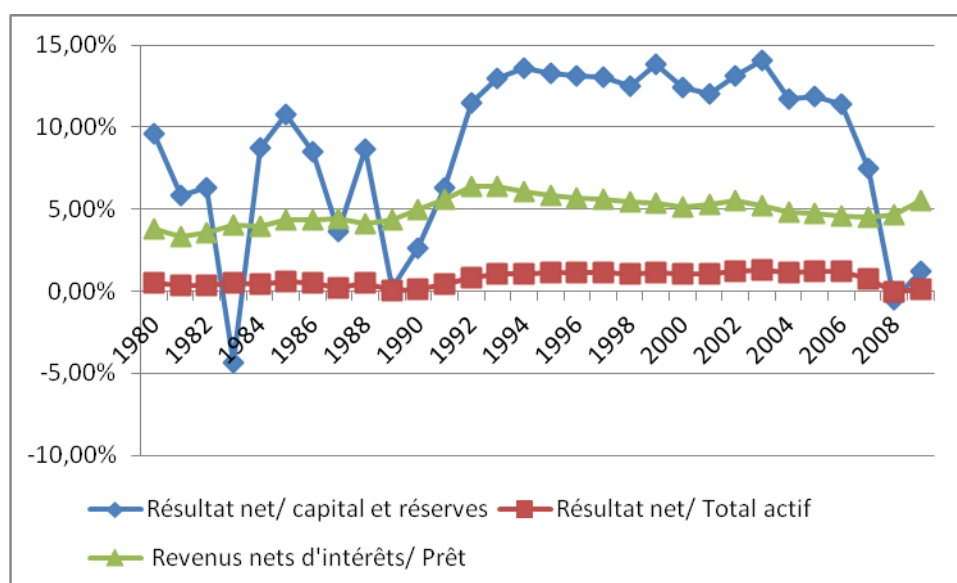


Source : A partir des données fournies par l'OECD en 2011, disponibles à l'adresse < <http://stats.oecd.org/Index.aspx?lang=fretSubSessionId=eaaa5453-7264-4809-bb02-6d81fa3b8a17#>>

Selon le graphique 10, bien que les revenus d'intérêt net ainsi calculées se soient effectivement réduits au cours de la période 1993-2007 aux Etats-Unis, les mesures générales des coûts d'intermédiation fondées sur les commissions des banques françaises ne font apparaître aucune tendance globale nette. Ce graphique montre certains changements de la structure de revenu bancaire : premièrement, les revenus bancaires dépendent de moins en moins du service d'intérêt ; deuxièmement, une part croissante du financement dans les systèmes déréglementés se fait sous des formes « titrisées » sur lesquelles les coûts sont

probablement plus faibles, ce qui tend à augmenter le profit des opérations financières pour les banques au lieu réduire les coûts moyens pour les emprunteurs ; troisièmement, le coût d'intermédiation financière n'a pas diminué considérablement, parce que les revenus des commissions et des intérêts par rapport au capital global du secteur bancaire restent relativement stable. Tout cela confirme une tendance selon laquelle l'activité traditionnelle de banque (l'octroi de crédit) a ainsi été remplacée par une intermédiation directe de marché. Les banques accordent de moins en moins de crédits, et achètent de plus en plus de titres, il s'agit d'une nouvelle forme d'intermédiation. L'intermédiation traditionnelle de bilan (activité de crédit) a ainsi été remplacée par une intermédiation de marché. Pour augmenter leur revenu opérationnel, les banques ont compté sur la hausse des transactions des titres financiers. Mais celle-ci impliquent forcément beaucoup plus de risques à cause de leur nature spéculatives par rapport aux activités traditionnelles des banques. Certains auteurs parlent du passage de la banque traditionnelle (finançant principalement les activités des entreprises productives) vers la banque transactionnelle (intervenant sur les marchés financiers à travers les différents titres à but principalement spéculatif). Cette évolution des systèmes financiers, qui est fondée sur la profitabilité des opérations de titrisation des dettes diverses, se nourrit d'apparition continue d'espaces spéculatifs, de bulles qui permettent d'assurer des rendements élevés sur les prises de position financière (Ülgen, 2012a).

Graphique 11 : Evolution de la performance des banques américaines depuis 1980



Source : A partir des données fournies par l'OECD en 2011, disponibles à l'adresse [<http://stats.oecd.org/Index.aspx?lang=fretSubSessionId=eaaa5453-7264-4809-bb02-6d81fa3b8a17#>](http://stats.oecd.org/Index.aspx?lang=fretSubSessionId=eaaa5453-7264-4809-bb02-6d81fa3b8a17#)

Enfin, selon la graphique 11, nous avons constaté que la rentabilité financière des banques américaines ne semble pas toujours convaincante après la libéralisation financière. Depuis 1980, le rendement des actifs (ROA) mesuré par le ratio résultat net / actif total n'a pas considérablement augmenté, la rentabilité du prêt bancaire non plus. Mais le taux de rentabilité financière (ROE), mesuré par le ratio résultat net/capital et réserves, a marqué une trajectoire très sophistiquée. Sauf pendant la période entre 1992 et 2006 où les crises financières ont fréquemment touché plusieurs économies émergentes, leur résultat financier nous semble très instable voire néfaste notamment pendant deux crises en 1984 et en 2007. La question se pose alors de savoir s'il existe un lien entre la prospérité du système financier américain et la turbulence des marchés financiers aux pays émergents ? C'est difficile d'y répondre. Désormais, dans la section suivante, nous montrerons qu'il y a des possibilités de transfert de risques financiers des pays développés vers les pays en développement, et la libéralisation financière, qui permet théoriquement de diversifier les risques individuels, a effectivement accru le risque systémique de l'ensemble du système financier international.

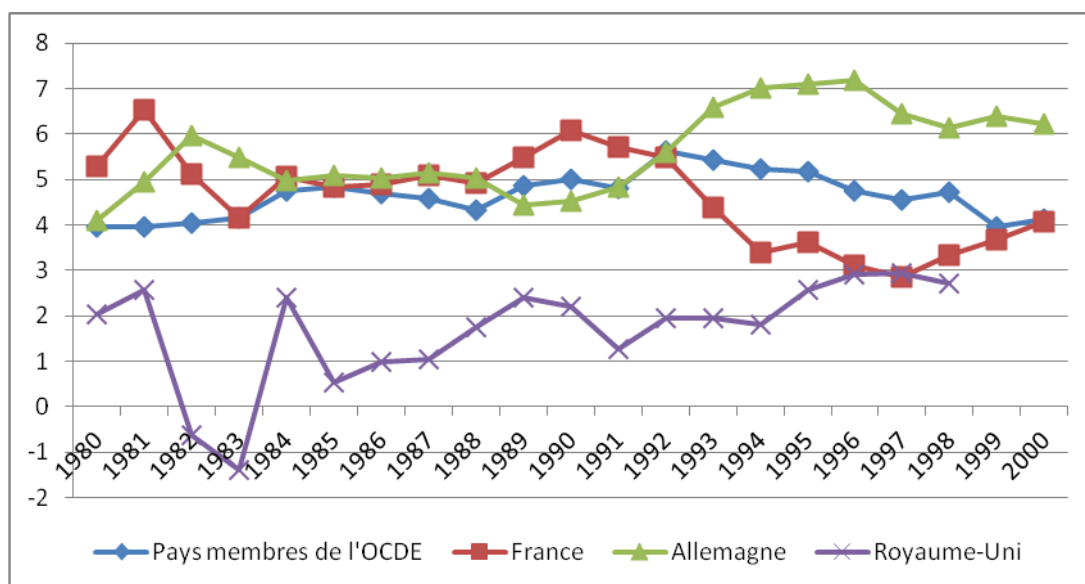
En outre, certains croyaient que le progrès technique au niveau de la NTIC permettrait une baisse du coût opérationnel des transactions financières. Mais la baisse du coût de fonctionnement des intermédiaires financiers observée ne serait pas forcément bénéfique pour les emprunteurs. En tout cas, il est difficile de mesurer la productivité du secteur financier parce qu'il n'existe pas de méthode universellement acceptée pour la mesurer. On ne sait pas non plus si les coûts relatifs des services financiers sont réduits sous l'effet d'une intensification de la concurrence. Au total, l'interprétation des évolutions de la structure des revenus au sein du système financier libéralisé dépend du jugement individuel sur la valeur des services financiers fournis. Même si nous acceptons l'idée selon laquelle il y avait une baisse du coût de service financier grâce à la hausse de productivité financière, rien ne garantit que cette dernière soit au profit des emprunteurs. En d'autres termes, même s'il y avait une amélioration de l'efficacité opérationnelle qui augmente la rentabilité du secteur financier, son effet positif sur la croissance économique est loin d'être confirmé.

2) Efficience du point de vue de l'allocation des ressources

Pour mesurer l'efficience du secteur financier du point de vue de l'allocation des ressources, nous cherchons à étudier l'effet de la libéralisation financière sur l'amélioration du financement de l'économie. Ainsi, on identifie trois grands domaines dans lesquels la déréglementation pourrait avoir entraîné des améliorations à cet égard.

Premièrement, en principe, la suppression des contrôles directs sur les taux d'intérêt et du rationnement du crédit devrait supprimer les distorsions au niveau des coûts relatifs de financement, et améliorer par là-même l'allocation de l'investissement. Bien qu'il ne s'agisse pas là d'un effet directement observable, on peut avoir une idée de l'incidence des réglementations sur l'écart des taux en observant le tableau suivant.

Graphique 12 : Écart des taux d'intérêt (taux de prêt moins taux de dépôt, %)



Source : A partir des données fournies par la Banque Mondiale, données statistiques en 2012, disponibles à l'adresse : <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/>

Le graphique 12 compare les écarts des taux d'intérêt (taux de prêt moins taux de dépôt) dans les différents pays développés. En l'absence de distorsions administratives, on pourrait en théorie s'attendre à ce que l'écart des taux bancaires soit en légère baisse, en raison des pressions de concurrence plus importantes. Or en réalité, la fin de l'encadrement des taux d'intérêt a entraîné une hausse entre les deux taux. A la suite de la levée progressive des contrôles sur les taux d'intérêt, ces écarts semblent avoir augmenté fortement dans les années 1980 et convergé pour s'établir entre 4 % et 6% au début du XX^{ème} siècle. Les augmentations

les plus fortes sont observées en France, au Royaume-Uni et en Allemagne, les écarts négatifs du début et de la fin des années 1970 au Royaume-Uni devenant nettement positifs au début des années 1990. En Allemagne, où les principales réglementations avaient été supprimées dès la fin des années 1960, les écarts moyens de taux sont depuis lors restés relativement stables. Par contre, ils augmentent fortement dans les années 1990¹.

Tout cela ne correspond pas aux attentes des tenants de libéralisation financière. L'intensification de la concurrence du secteur bancaire n'a pas permis de réduire le coût de financement des entreprises ni de mieux rémunérer les épargnants. C'est parce que l'octroi du crédit et la collection de dépôt ne sont plus le *Core Business* du secteur bancaire, et leur revenu dépend de plus en plus des transactions sur titres sur les marchés financiers. Par conséquent, cette nouvelle forme de l'intermédiation financière, dominé par la logique de transaction, a fait que les banques s'éloignent de leur activité traditionnelle et deviennent moins préoccupées par la variation des taux d'intérêt.

Un deuxième aspect de l'efficacité du point de vue de l'allocation des ressources est lié aux vastes possibilités de diversification internationale des portefeuilles qui résultent de la libre circulation des capitaux au niveau international. Au début des années 1990, plusieurs études empiriques donnent à penser que la diversification internationale des portefeuilles pourrait favoriser la recherche d'une rentabilité supérieure à celle obtenue avec un portefeuille de titres domestiques et la réduction du risque total (Obstfeld, 1993)². Par contre, l'analyse de la composition des portefeuilles révèle un phénomène de préférence pour les titres nationaux. French et Porterba (1991) ont fait une étude sur la composition des portefeuilles pour les trois pays développés, les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni en 1989. Selon leur étude, les investisseurs américains, japonais et britanniques détenaient à la fin de l'année respectivement 93.8%, 98.11% et 82% de leurs titres domestiques en portefeuille alors que les capitalisations boursières de chacun de ces pays étaient respectivement inférieures à 48%, 26% et 13%.

Comment expliquer ce phénomène paradoxal au vu des bénéfices réalisables ?

¹ L'écart relativement important observé en Allemagne pourrait tenir aux effets des contrôles encore existants sur la concurrence (par exemple sur la transformation des échéances et les ratios de bilans) qui tendent à soutenir la rentabilité des banques allemandes.

² La diversification des portefeuilles permet de maximiser les rendements et de minimiser les risques, (ce qui est mesuré par l'écart-type de ces rendements). La relation moyenne-variance enseigne que le risque associé à tout actif financier révèle deux composantes ; l'une systématique, indépendante du titre, et l'autre non systématique, propre au titre considéré. Si la première doit être supportée, la seconde peut être éliminée par la diversification des portefeuilles. Moins les rendements des titres sont corrélés entre eux, plus les gains d'une diversification apparaissent importants.

D'abord, si la théorie économique affirme que les capitaux devraient s'allouer là où le capital est rare, cette prédiction n'est pas vérifiée empiriquement (Allegret et Le Merrer, 2007). Selon la théorie économique traditionnelle, le capital se déplace en fonction de la productivité marginale du capital. Ainsi, les capitaux doivent aller là où cette productivité est élevée, c'est-à-dire là où le capital est rare. Le capital étant abondant dans les pays développés et rare dans les pays en développement, on doit s'attendre à que les capitaux aillent des premiers vers les derniers. Mais cette prédiction théorique n'était pas vérifiée empiriquement. De plus, les travaux empiriques plus récents montrent que le reflux de capitaux vers les pays développés tend à s'amplifier depuis les années 1990, période marquée par une accélération de l'intégration financière internationale (Prasad et al., 2007, pp. 16-19).

Ensuite, si la théorie économique affirme que l'intégration financière internationale doit conduire à des gains d'efficience, les effets positifs sur le financement des pays en développement semblent en fait limités à cause de la préférence des investisseurs pour les titres nationaux, puisque les investisseurs, supposés rationnels, n'auraient pas la même perception des marchés financiers étrangers, selon leur connaissance sur les marchés domestiques. Ils auraient une préférence pour les titres nationaux à cause de la perception que les investisseurs ont de l'investissement international. S'ils considèrent qu'ils devront dépenser plus pour acquérir un titre étranger, ils auront tendance à privilégier les titres nationaux. Les coûts supplémentaires qu'ils attribuent à l'investissement international, comme les contraintes économiques, juridiques et fiscales à l'investissement international, ne sont pas négligeables.

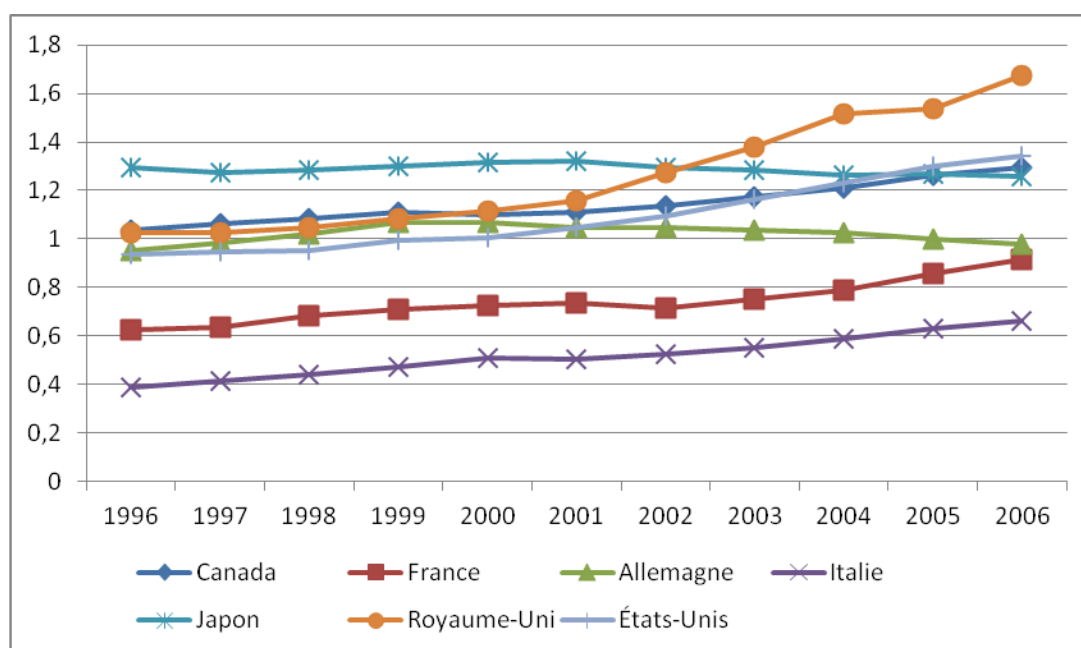
De plus, la diversification internationale des portefeuilles est aussi à l'origine de défaillances des systèmes financiers et de leur instabilité. Les différentes crises financières depuis le début des années 1990 ont en commun de faire apparaître soit des opérations sur titres reposant sur de l'endettement préalable – en faisant jouer un effet de levier – soit des contrats sur les marchés dérivés. Dans les deux cas, il en résulte une intensification des interdépendances financières entre les marchés. Car en théorie, la diversification internationale du risque repose sur le fait que les corrélations entre les titres de différents pays restent plus faibles que celles entre les titres à l'intérieur d'un pays. En diversifiant de manière internationale, les investisseurs bénéficient d'une réduction significative du risque de leurs portefeuilles. Cependant, nous constatons surtout que les corrélations ont tendance à augmenter en période de crise, les bénéfices liés à la diversification sont réduits justement lorsqu'ils sont les plus attendus ! L'exemple particulièrement représentatif de cette

intensification est la crise obligataire mondiale de 1994¹. Selon les estimations de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), les pertes en capital en résultant ont été les plus élevées depuis plus de dix ans : 1500 milliards de dollars, soit près de 10 % du PIB de l'OCDE. En fait, ce n'est qu'un prélude d'une série de crises récurrentes dans beaucoup des pays. Si les crises financières apparaissent fréquemment, il faut toutefois souligner que leur nature évolue au fil du temps. Ainsi, il semblerait qu'elles soient de nature contagieuse, comme un virus qui se propage à travers une population au lieu de se diluer dans l'air. Autrement dit, une crise affectant un pays donné peut se propager à travers les marchés financiers internationaux et avoir un effet sur d'autres pays. En résultat, plus le degré d'interdépendance entre les marchés est grand, plus l'effet de diversification des risques est petit. Au lieu de réduire le risque, la libéralisation financière, en intensifiant l'interdépendance financière internationale, a en fait accru l'effet pervers des chocs externes sur les économies concernées.

En troisième lieu, on pourrait s'attendre à ce que l'éventuelle baisse des contraintes de liquidité qui serait due à la libéralisation améliore le bien-être des consommateurs en permettant un meilleur étalement de la consommation dans le temps. En théorie, les dépenses de consommation devraient devenir moins sensibles aux variations des revenus. Il semble que c'est ce qui s'est passé dans un certain nombre de pays développés dont les États-Unis, le Japon, l'Italie, le Canada et l'Australie pendant la période qui a suivi la déréglementation financière (Blundell-Wignall et al., 1991). Mais sur le plan empirique, il n'y a que le taux d'endettement qui augmente constamment, et non la consommation.

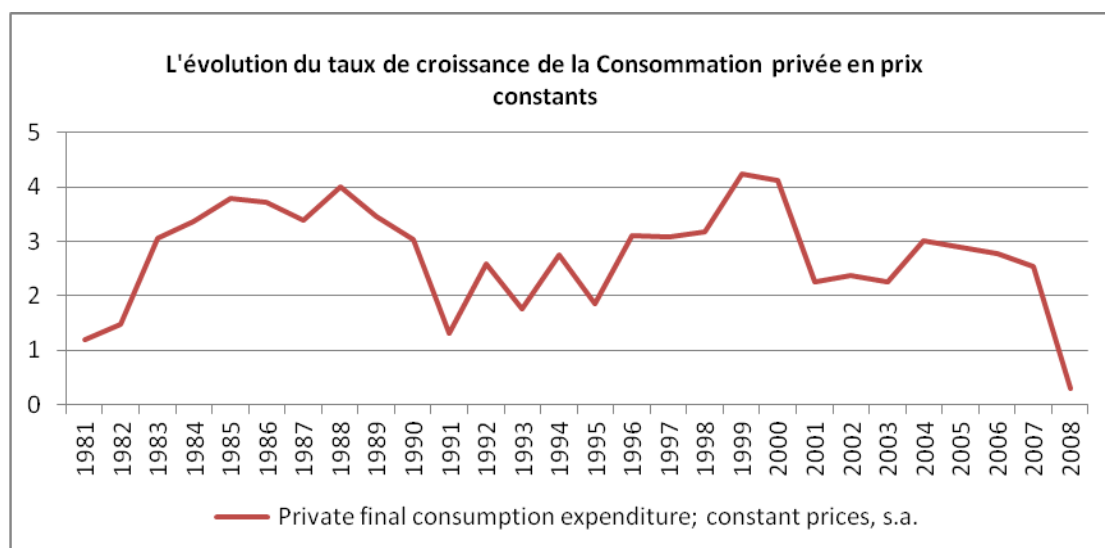
¹ En février 1994, la banque centrale américaine accroît ses taux directeurs afin de contenir les pressions inflationnistes. Les investisseurs ayant surestimé la poursuite du mouvement de baisse des taux longs – rappelons que les taux courts et longs baissaient depuis le début des années 1990 – ils ont réagi brutalement à la hausse des taux de la banque centrale américaine. Les rendements des obligations augmentant brutalement, il en a résulté une chute brutale des prix des actifs.

Graphique 13: L'évolution du niveau de l'endettement des ménages dans 7 pays OCDE¹ :



Source : A partir des données fournies par l'OCDE en 2011, disponibles à l'adresse <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=BPF1>

Graphique 14 : L'évolution du taux de croissance de la consommation des ménages de l'ensemble des pays de l'OCDE



¹ Cet indicateur est mesuré par le taux d'endettement des ménages rapporté au revenu disponible brut des ménages.

Source : A partir des données fournies par l'OECD en 2011, disponibles à l'adresse <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=BPF1>

Selon les graphiques 13 et 14, nous observons que, par la suite de la libéralisation financière, la hausse de la consommation est de plus en plus soutenue par l'accroissement important de l'endettement au lieu de suivre une croissance des revenus et du pouvoir d'achat. La crise des *subprimes* aux États-Unis a déclenché l'alarme du crédit hypothécaire. La même situation avant la crise se trouve aussi dans les autres pays développés. En France par exemple, aujourd'hui 40% des crédits immobiliers se remboursent en 25 ans ou plus et 8,4 % en 30 ans ou plus (au lieu de 10-20 ans avant la libéralisation financière) et l'apport personnel initial est parfois inexistant. Les crédits accordés aux ménages hors achat d'immobilier représentaient 113 milliards d'€ en 2003, 118 en 2004, 128 en 2005, 129 en avril 2006 et 133 en avril 2007. Cet endettement croissant est facilité par la multiplicité des crédits possibles, la non vérification de la solvabilité des emprunteurs et l'étalement des remboursements. Il en résulte fatalement un surendettement. Le nombre de ménages surendettés ne cesse de s'accroître. Il avait doublé de 1995 à 2002 et encore progressé de plus de 30 % entre 2002 et 2004. Il a continué à augmenter en 2006.

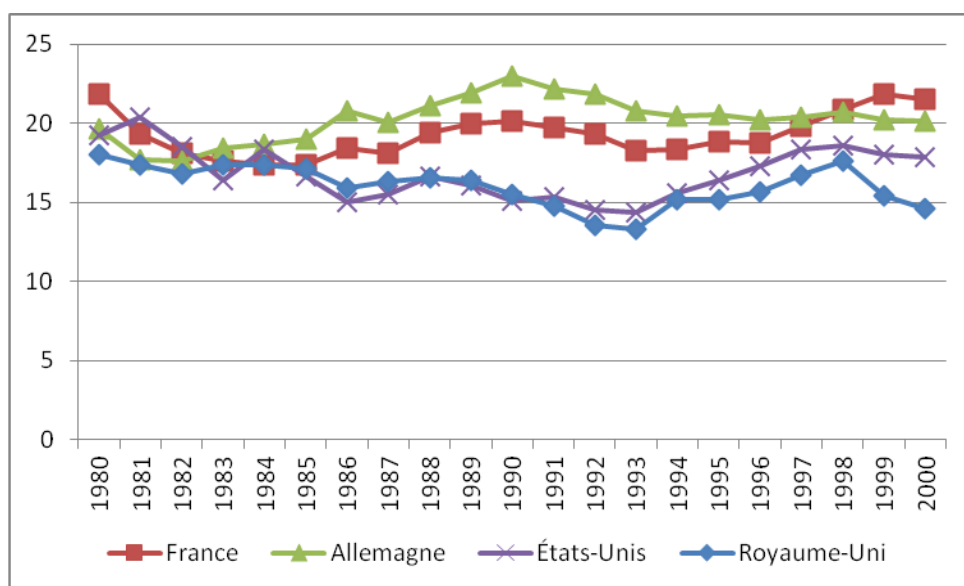
S'il est évident qu'emprunter pour acheter un logement ou un équipement de la maison se justifie et favorise plutôt la croissance du secteur immobilier, il n'en est pas de même pour les crédits de consommation non dédiés. Les taux d'intérêt extrêmement élevés des cartes de crédit restreignent le pouvoir d'achat ultérieur des emprunteurs. Les intérêts payés sont autant d'achats qu'ils ne pourront faire par la suite. Il s'agit donc d'un frein à la consommation. Ces intérêts représentent de la plus-value qui sort de la sphère réelle et qui va gonfler la sphère financière. On ne peut penser que les crédits non affectés et non conditionnés à la solvabilité de l'emprunteur sont également un moteur de l'économie tout simplement puisqu'ils permettent d'accélérer la consommation. En vérité, ces crédits (c'est-à-dire le crédit à la consommation et le crédit hypothécaire) ont fait gonfler la bulle financière par l'accélération du circuit monétaire. Ils sont à l'origine de nombreuses crises financières, notamment liés aux bulles immobilières, dans les pays développés.

3) Effets de la libéralisation financière sur les taux d'épargne

L'un des points les plus débattus concerne l'effet des taux d'intérêt sur l'épargne. Selon la théorie néoclassique, la propension à épargner réagira à la hausse et la suppression de

la répression financière. Ainsi, la principale proposition de politique économique est la libéralisation des conditions financières des banques, le taux d'intérêt étant la principale variable de contrôle. En l'occurrence, il devrait s'en suivre une hausse des taux d'intérêt qui permettent aux banques d'être plus performantes dans la mobilisation de l'épargne. Mais est-ce que le taux d'épargne des ménages a réellement augmenté grâce à la libéralisation financière ?

Graphique 15 : Taux d'épargne des ménages en pourcentage du PIB



Source : A partir des données fournies par la Banque Mondiale, données statistiques en 2012, disponibles à l'adresse : <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/>

Plusieurs économistes¹ ont soutenu que la suppression des contraintes de liquidité pourrait entraîner des réductions plus durables des taux d'épargne des ménages. Néanmoins, contre toute prévision théorique, la déréglementation financière pourrait avoir eu un effet mitigé voire négatif sur l'épargne globale des ménages (voir le graphique 15). On pourrait penser que c'est à court terme que son effet sur l'épargne sera le plus fort, c'est-à-dire pendant les années qui suivent immédiatement la levée de l'encadrement du crédit. Certains auteurs ont vu dans l'offre de crédit à la consommation comme un facteur contribuant à la faiblesse relative du niveau de l'épargne privée aux États-Unis². Au Royaume-Uni, certains signes

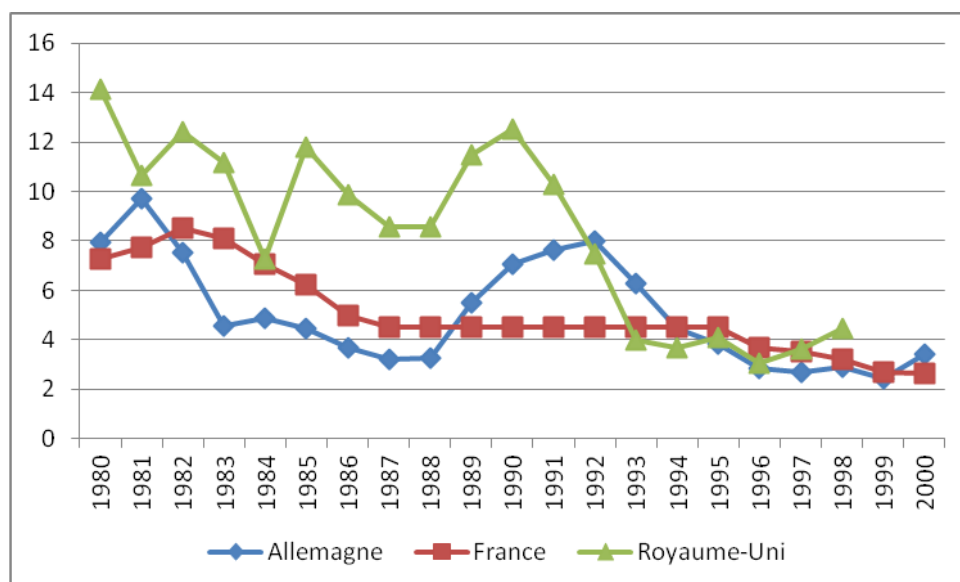
¹ Voir Tobin et Dolde (1971) et Jappelli et Pagano (1991)

² Sturm (1983), Friend (1986), Carroll et Summers (1987).

indiquent que la libéralisation financière a eu un effet négatif sur le taux d'épargne d'équilibre¹. Jusqu'en 1994, sauf les États-Unis et le Royaume Unie, les taux d'épargne des pays concernés avaient retrouvé les niveaux auxquels ils s'établissaient avant la libéralisation. Au final, les niveaux de l'épargne domestique dans ces pays n'ont pas beaucoup changé. Par contre, on trouve une forte baisse des taux d'épargne dans ces pays dans les années 1980. Chacune de ces baisses intervient au cours de la période qui suit immédiatement la suppression d'importants plafonds de crédit ou de contrôles de taux d'intérêt. C'est-à-dire qu'une augmentation du crédit a entraîné la baisse des taux d'épargne parce que sous le nouveau régime de la libéralisation financière, l'expansion du crédit au secteur public et les taux d'intérêts réels ont entraîné une expansion significative du crédit au secteur privé.

On ne rentre pas dans les détails pour expliquer théoriquement cette baisse du taux de l'épargne dans ces pays². Mais le fait que la libéralisation financière n'a pas entraîné une hausse du taux d'intérêt des dépôts joue un rôle non négligeable. Dans le graphique 16, nous trouvons que les taux d'intérêt des dépôts dans ces trois pays développés ont largement diminué depuis 1980. La libéralisation financière n'a pas stimulé les banques à augmenter les taux pour mieux mobiliser les épargnes.

Graphique 16 : Taux d'intérêt des dépôts (%)



¹ Bayoumi (1991) a estimé l'effet permanent sur le taux l'épargne britannique aux alentours de 2,25%. Voir aussi Muellbauer et Murphy (1989).

² Ce sera le sujet à traiter dans la deuxième partie.

Source : A partir des données fournies par la Banque Mondiale, données statistiques en 2012, disponibles à l'adresse : <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/>

Cela confirme aussi la transformation du bilan bancaire où il y avait une forte tendance baissière du poids du dépôt. En fait, l'assouplissement de la contrainte de liquidité est considéré comme un des effets plus attendus de la politique de libéralisation financière. La présence d'une contrainte de financement oblige les agents à épargner afin de constituer une épargne indispensable pour lisser leur consommation dans le temps. La levée de la contrainte permet aux individus de recourir à l'emprunt comme un moyen pour faire face aux variations du revenu dans le temps. Dans un régime de répression financière, les ménages ne peuvent être directement contraints à ne pas emprunter mais indirectement à travers un coût de l'emprunt trop prohibitif. Ils choisissent dans ce cas de consommer en tenant compte de leur revenu courant. Au fur et à mesure que la concurrence entre les différentes institutions financières s'intensifie à cause des politiques de libéralisation financière, la marge d'intérêt baisse ce qui incite les ménages à emprunter plus. Par conséquent, du fait que la libéralisation financière allège la contrainte de liquidité et fait accroître les opportunités d'emprunts, elle est susceptible de réduire l'épargne privée.

Depuis la libéralisation financière, les relations entre les banques, les ménages et les entreprises ont considérablement changé. Le modèle traditionnel du financement basé sur le lien entre dépôt et crédit devient de moins en moins important. Mais la facilité d'accès au crédit n'a pas augmenté le taux de croissance de la consommation privée, ni améliorer la mobilisation de l'épargne domestique. En revanche, nous constatons surtout une hausse du niveau de l'endettement des ménages à la suite d'une expansion du crédit. Tous les agents économiques comptent de plus en plus sur le recours au crédit afin d'atténuer leur contrainte de liquidité. Cela implique une nécessité du contrôle du risque non seulement au niveau microéconomique, mais surtout au niveau macroéconomique.

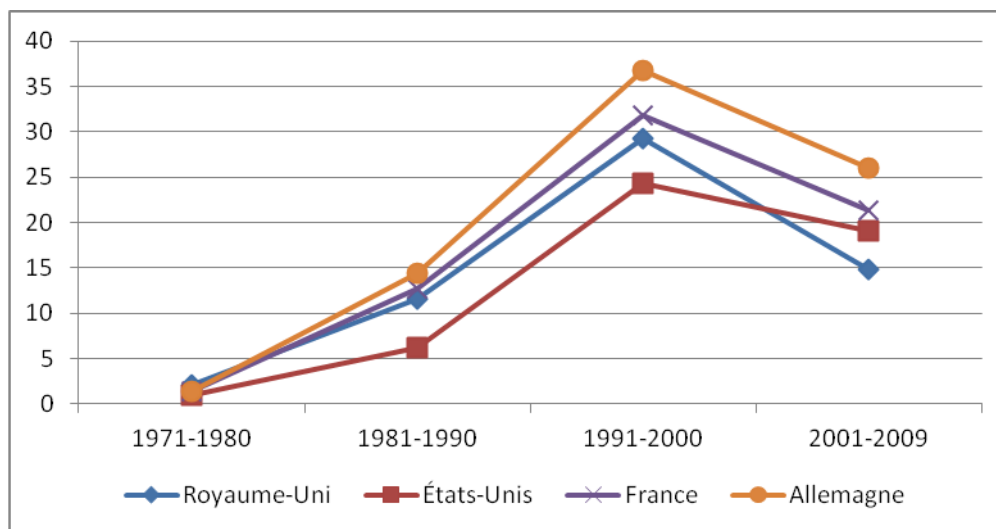
C - Effets de la libéralisation financière sur la stabilité financière et la régulation macroéconomique

Les nombreuses crises financières traduisent l'effet pervers de la libéralisation financière sur l'instabilité de structure de financement. Très souvent, la hausse des taux d'intérêt n'augmente pas forcément l'épargne domestique, mais augmente souvent le risque d'instabilité macroéconomique. On peut en donner pour exemple les crises qu'ont connues les

institutions financières de plusieurs pays développés, les graves problèmes d'endettement des secteurs des entreprises et des ménages de certains pays à la suite de la libéralisation financière et les extrêmes tensions qui se sont exercées sur les taux de change dans les pays européens en 1992 et 1993, la crise des *subprimes* en 2007 et la crise de l'euro en 2010. L'idée est largement répandue que les marchés financiers en général sont devenus progressivement les facteurs d'instabilité après la libéralisation financière (Boyer, et al., 2004). Du point de vue de la politique à mener, les principales questions qui se posent sont les suivantes : 1) D'où vient cette augmentation tendancielle de l'instabilité des marchés financiers ? 2) Dans quelle mesure les épisodes d'instabilité qui ont suivi la déréglementation se sont concrétisées par une telle fragilité des institutions financières et quel a été le rôle des autres facteurs d'instabilité tels que les lacunes de la surveillance ou des politiques macroéconomiques ? 3) Enfin, quelles ont été les implications de la déréglementation financière pour les politiques monétaires ?

1) Instabilité des marchés financiers

Graphique 17 : Volatilité des cours des actions dans les pays de l'OCDE¹



Source : A partir des données fournies par l'OECD en 2010, disponibles à l'adresse < <http://stats.oecd.org/> >

Le graphique 17 montre la fluctuation des indices boursiers dans les 4 pays développés après la libéralisation financière. La plupart des pays développés enregistrent une hausse de

¹ Elle est mesurée par l'écart-type des variations annuelles des cours des actions en indice 2005.

l'instabilité depuis les années 1970 alors que plusieurs grands pays ont vécu des crises financières. Avant que les crises financières et monétaires se soient tournées vers les pays en développement à partir des années 1990¹, il y a eu quelques bouleversements intervenus sur les marchés boursiers qui ont pour caractéristique de s'être principalement produits sur des marchés de petite taille ou relativement nouveaux.

Selon Davis (1992), il existe trois épisodes de turbulences et de désorganisation des marchés des valeurs mobilières pendant les années 1980 et le début des années 1990. Comme la crise du marché des effets à taux variable (1986), l'effondrement du marché des emprunts obligataires à haut risque (1989) et celui du marché des effets commerciaux en Suède (1990). On peut ajouter à cette liste les problèmes qu'ont connus le marché des obligations en écus (1992), le marché des titres adossés à des valeurs hypothécaires (1994) et les marchés mexicains des actions et des obligations (1994-1995). Les turbulences sur ces marchés ont été liées à des modifications imprévues de la politique monétaire (dans le cas du marché des titres adossés à des créances hypothécaires), à un ralentissement de l'activité économique conjugué à un niveau d'endettement élevé (marché des obligations à haut risque et marché suédois des effets commerciaux) ou à des turbulences sur les marchés monétaires (marchés des obligations en écus et marchés mexicains des actions et des obligations). Du fait que la libéralisation financière s'est traduite par une aggravation de l'instabilité des taux d'intérêts, de cours des actions, des taux de change et des prix de l'immobilier dans les pays développés, les critiques se sont multipliées sur l'efficacité des marchés libres pour garantir une stabilisation auto-entretenu du système financier.

Minsky (1980) est l'un des auteurs qui insiste sur l'instabilité intrinsèque du système financier dans les économies capitalistes. Dans sa théorie de l'instabilité financière (Minsky, 1982, 1986), il a forgé le concept de fragilité systémique, qui serait inhérente à la difficulté de concilier dans une économie de l'incertain le degré de liquidité du système économique et l'endettement comme mode de financement privilégié de l'investissement. Après la libéralisation financière, l'augmentation du niveau d'endettement a permis une nouvelle expansion conjoncturelle de l'activité économique dont il résulte un accroissement des profits. Pendant cette période de boom économique, la confiance des agents économiques continue à

¹ Cela nous inspire également des soupçons d'une possibilité des transferts des risques vers les pays en développement ou émergents. On va l'analyser dans les chapitres suivants.

s'affirmer et se traduit par une forte réduction de la préférence pour la liquidité¹. La confiance réduit la vigilance en matière d'évaluation des risques. Le financement et l'endettement s'opèrent davantage avec des anticipations de court terme tant les perspectives de valorisation du capital paraissent rapides. Par conséquent, les agents commencent à acheter des actifs réels et/ou financiers jusqu'à engendrer un accroissement endogène des prix qui se déconnectent totalement de leur valeur fondamentale. Leurs comportements spéculatifs sont financés et amplifiés par le crédit et génèrent finalement une fragilisation des structures financières, ce qui aboutit à une crise financière de refinancement sous forme de *debt deflation*² selon Fisher (1933).

Aujourd'hui, bien que le développement des marchés financiers et l'émergence d'innovations financières (produits dérivés, titrisation des créances) aient permis d'accroître l'ampleur du comportement spéculatif, la prise en compte du crédit dans le financement des actifs est cruciale. C'est le point sur lequel les théories standard de la finance échouent à expliquer la dynamique capitaliste. Elles supposent que les investisseurs achètent les actifs avec leur richesse préalable. Or les investisseurs achètent les actifs avec le crédit provenant de la création monétaire du système bancaire. Ce processus comporte la possibilité de l'autoréalisation des anticipations sur un régime du crédit influence le mouvement du prix des actifs et peut engendrer des bulles spéculatives. En fait, la spéculation financière s'effectue le plus souvent « à crédit », c'est-à-dire que les capitaux engagés sont empruntés par les spéculateurs qui cherchent à faire jouer des effets de levier (Miotti et Plihon, 2001).

Selon Kindleberger (1989), la plupart des grandes crises dans l'histoire financière sont l'aboutissement d'un épisode spéculatif (caractérisé par deux périodes, l'euphorie et la détresse financière) et qui résulte lui-même d'un changement majeur (déplacement). « *Dans notre modèle, le déplacement, l'euphorie et la détresse sont en général suivis d'une panique, elle-même annonciatrice du krach* » (p. 131). Dans une période d'euphorie, « le crédit n'est plus fondé sur les perspectives de revenus des emprunteurs, mais sur l'anticipation de la valeur de leur richesses » note Aglietta (2008) et la réalisation des anticipations tend à réduire le risque des emprunteurs et des prêteurs qui acceptent un endettement plus important.

¹ Plus précisément, la confiance est telle que les agents ressentent moins le besoin de garantir une part significative des actifs sous forme liquide.

² Dans ce cas, l'endettement supplémentaire est nécessaire pour couvrir les intérêts de la dette antérieure. Il en résulte des ventes forcées d'actifs pour recouvrer la liquidité. On est alors dans le cas de la finance Ponzi de Minsky (Ülgen, 2012b).

Chaque nouvel investissement provoque des augmentations de revenu qui stimulent davantage l'investissement ce qui contribue à accroître le revenu. Le boom et la spéculation sont nourris par le crédit bancaire et donc par l'accroissement du levier financier. Il s'ensuit une période de "détresse financière" dans la mesure où en cas de crise le moindre événement financier (faillite d'un grand groupe, annonce d'une hausse des taux) peut conduire à une panique généralisée à la vente massive qui ressemble exactement à la grande folie marquée par des achats aveugles des actifs pendant une période de boom économique, car il existe une large possibilité qu'un emprunteur ne puisse faire face à ses engagements.¹ Dans ce cas, des ventes de titres sont motivées par la recherche de la liquidité au-delà de toute autre considération. Et la volonté de réduire les niveaux d'endettement créent des comportements collectifs qui ne sont réglés par aucune considération de valeur fondamentale. Les baisses de prix se précipitent réciproquement, puisque la dévalorisation des collatéraux entraîne la dégradation des dettes fondées sur eux. Ainsi le besoin de vendre et de réduire son exposition à l'endettement se propage toujours plus profond de marché en marché jusqu'à atteindre le système bancaire.

Les conditions de crise apparaissent dès que le besoin de liquidité pour faire face aux remboursements de la dette passée entraîne des ventes de détresse. Ces conditions sont renforcées par la diminution de la liquidité de l'économie consécutive aux apparitions d'innovations financières. Dans une période de détresse financière, le retournement du cycle provoque un assèchement brutal des liquidités (Salama, 2009, p. 190) et il n'existe aucune coordination spontanée des anticipations sur des prix-plancher qui inciteraient les détenteurs de liquidité à se réengager. Les intermédiaires financiers sont à la recherche de liquidités et freinent leurs prêts aux entreprises productives. Les entreprises non financières sont confrontées à une pénurie de liquidité à cause de la dévaluation de leur capitalisation. Les marchés financiers ne peuvent pas susciter de récupération endogène à cause des externalités négatives résultant de l'interaction cumulative entre les comportements des acteurs. Nous en déduisons le caractère collectif du risque et l'apparition de dysfonctionnements dans l'activité des intermédiaires financiers. Les marchés ne s'autorégulent pas en raison de la présence de défauts de coordination : il peut être collectivement possible d'améliorer le bien-être mais aucun agent n'est individuellement incité à modifier son comportement (Ülgen, 2012b).

¹ Minsky explique ainsi le déclenchement d'une crise financière par l'élévation endogène du taux d'intérêt et de l'accroissement des risques : "une hausse des taux d'intérêts peut transformer une unité spéculative en une unité Ponzi. (...) Or, plus le poids de la spéculative finance dans la structure financière totale est grand, plus la fragilité de la structure financière est grande." (Minsky, 1977).

2) Fragilité des institutions financières

La période de la libéralisation financière dans les pays développés a été également marquée par la défaillance d'un certain nombre d'établissements financiers. Voyons notamment la crise des caisses d'épargne aux États-Unis et les défaillances bancaires dans les pays nordiques, ainsi que certains problèmes bancaires sérieux au Japon et en France dans les années 1980 et 1990. Si les tenants de libéralisation financière font toujours confiance sur la capacité autorégulatrice du marché, les récentes turbulences survenues sur les marchés financiers depuis 2007 liées à la crise du *subprime* aux États-Unis devrait mettre fin à leur fantasme. En effet, la crise de l'été 2007 nous offre une parfaite illustration concernant les effets du comportement spéculatif des banques dans un contexte de finance libéralisée et sur le rôle du crédit dans le déclenchement des crises. Qualifiée comme la plus grave crise financière depuis la crise de 1929, elle continue encore à déstabiliser les marchés financiers d'aujourd'hui. Ainsi, il est nécessaire de mettre en avant la relation entre le comportement spéculatif des établissements de crédit et le degré élevé d'instabilité intrinsèque des marchés financiers qui serait à l'origine de la crise financière.

En fait, lorsque la libéralisation a déplafonné les taux des crédits, les banques sont alors amenées à financer des projets plus rentables mais aussi plus risqués (Miotti et Plihon, 2001). Par exemple, dans chacune de ces crises indiquées dans le paragraphe ci-dessus, les banques se sont très fortement engagées dans le domaine du crédit immobilier, et se sont trouvées confrontées à de sérieuses difficultés lorsque les prix de l'immobilier ont commencé à baisser. Les effets conjugués de la libéralisation financière et des distorsions microéconomiques préexistantes ont renforcé la tendance à une prise de risques excessive dans un certain nombre de pays. Dans les pays nordiques, la suppression des contraintes quantitatives au crédit est intervenue, alors même que de très nombreux emprunteurs bénéficieraient de taux de financement réels après impôt faibles. Aux États-Unis, dans un contexte de faibles taux d'intérêt (jusqu'en 2006), certaines banques américaines et courtiers en crédit ont endetté une catégorie de ménages particulièrement vulnérables à un retour de conjoncture ou financièrement peu solides. Profitant de la hausse du marché immobilier, elles ont incité des ménages à se lancer dans la spéculation immobilière ou ont prêté sans véritable exigence en matière de solvabilité.

Mais cet aveuglement au désastre¹ ne signifie pas forcément le comportement irrationnel des banques. Certaines études récentes ont cherché à repérer les causes des défaillances des institutions financières en analysant les raisons pour lesquelles les banques ont développé une prise de risque excessive. La principale conclusion des travaux² est que la libéralisation financière donne aux banques plus de liberté pour prendre des risques au travers de plusieurs changements conjoncturels et structurels. Pour certains (Fisher et al., 1997), avec la montée en puissance de la désintermédiation et des réductions des barrières à l'entrée, les banques constatent que la concurrence s'intensifie et leurs profits diminuent. Il peut alors s'ensuivre une augmentation de l'exposition au risque pour pallier le manque à gagner généré par la concurrence acharnée entre les établissements bancaires. Tant qu'une réglementation prudentielle efficace n'est pas en place, le risque de fragilisation du système bancaire devient alors plus élevé. D'autres auteurs (Caprio et al., 2001) montrent que les comportements de prise de risque des banques seraient favorisés par l'existence d'une assurance qui crée un contexte d'aléa moral. Mais cette explication est loin d'être suffisante, car les défaillances bancaires sont principalement expliquées par les changements de leur comportement après la libéralisation financière.

Depuis trois décennies, le modèle de rentabilité chez des intermédiaires financiers notamment des fonds d'investissement s'est développé sur la base de théories selon lesquelles les techniques d'arbitrage³ et l'utilisation de mathématiques financières permettraient de faire des opérations très rémunératrices à moindre risque. Pour obtenir la meilleure rentabilité financière, ils utilisent de forts effets de levier⁴, qui reposaient sur des endettements massifs. Aujourd'hui, l'effet de levier, présent à tous les niveaux du système financier, a désormais atteint un niveau extrême. En effet, la libéralisation financière a permis la création d'une véritable « production » à liquidités, multipliant les effets de levier sur des actifs

¹ Ce concept (*disaster myopia*) est défini par Guttentag et Herring (1986) comme une tendance systématique à la sous-estimation des probabilités subjectives de chocs de crédit résultant d'un défaut des emprunteurs ou à la surestimation des perspectives de croissance économique. Ces probabilités subjectives signifient des estimations et des jugements qui guident les individus sans référence obligée à la cohérence logique et relèvent de la probabilité psychologique.

² Les études faites par Fisher, Guyie et Ortiz confirment l'hypothèse selon laquelle les banques ont délibérément accru leur exposition au risque à la suite de la libéralisation financière.

³ Elles sont à l'origine du *Carry Trade*. Celle-ci permet d'emprunter une devise à taux bas, voire zéro, et de réinvestir la somme sur un actif au rendement élevé. Le *Carry Trade* le plus connu est le Yen Carry Trade, mais il en existe d'autres, en parallèle. Pour une discussion sur ce point, voir Gaulard (2011).

⁴ L'effet de levier est relatif à la différence entre le rendement du capital et le taux d'intérêt.

financiers différents afin que des mouvements de création monétaire soient perpétuellement réinventés. Le recours permanent au crédit, doublé d'une utilisation croissante par le système financier des effets de levier afin d'accroître les rendements, a fini par aboutir à une abondance de liquidités monstrueuses, presque uniquement basée sur l'endettement, et dont la part de capital réel est minimisée. Autrement dit, cette création monétaire *ex-nihilo* a propulsé la valorisation des différentes classes d'actifs vers de nouveaux prix encore plus élevés sur base d'une nouvelle valorisation de nouveaux emprunts (crédits). Ceux-ci seront réinvestis dans le système qui n'en finit plus de monter en créant au fil du temps de nouvelles bulles de valorisation financière.

En revanche, il ne faut pas croire que l'effet de levier, c'est-à-dire de l'utilisation de relativement peu de fonds propres par rapport au total de leurs engagements, soit une nouveauté chez les banquiers à la suite de la libéralisation financière. Dès la naissance du métier financier, cette pratique permet aux établissements de crédit d'obtenir une rentabilité suffisante des capitaux engagés en fonds propres avec une marge relativement faible sur les crédits. Cela permet également à l'ensemble du système financier d'immobiliser relativement peu de capital par rapport aux besoins de l'économie, tant pour le financement des investissements que pour la couverture des risques. C'est pourquoi la réglementation bancaire doit porter sur ce point important: l'exigence de fonds propres qui limite l'effet de levier¹. Si cette contrainte est excessive, elle va peser sur le financement du reste de l'économie, donc sur la croissance. Mais si elle est insuffisante, elle donnera une fausse impression de sécurité du système. C'est le dilemme fondamental de la réglementation bancaire. Car au fond, le système bancaire fonctionne grâce à la confiance : celle des déposants et des créanciers des banques, celle des banques entre elles, etc. En d'autres termes, c'est la confiance qui détermine si l'effet de levier est excessif ou pas. Or, cette confiance est un « bien public » dont tout le monde profite mais dont personne ne paie directement l'usage. Prenons l'exemple de l'air pur comme un bien public. De même qu'il faut des lois et des contrôleurs pour éviter la pollution atmosphérique, il faut des lois et des régulateurs pour protéger la confiance dans le système financier. En l'occurrence, la réglementation doit éviter les abus des intermédiaires

¹ Il existe également un autre point important, c'est la contrainte de liquidité qui limite la transformation financière. C'est-à-dire de l'utilisation de ressources à court terme (dépôts notamment) pour financer à long terme des investissements (crédits, obligations). La transformation financière permet de baisser le coût des financements longs, car les taux d'intérêt à court terme sont en général plus faibles que les taux à long terme. Elle permet aussi d'en accroître le volume car l'offre d'épargne longue est limitée.

financiers, par exemple un effet de levier excessif (pas assez de fonds propres par rapport aux engagements et aux risques) ou une transformation excessive (pas assez de liquidités pour faire face à des demandes des créanciers).

Bien que certaines réglementations aient été mises en place et puis remises à jour plusieurs fois¹, les changements structurels chez les banques sous l'effet de la libéralisation financière sont souvent plus sophistiqués et entraînent des difficultés pour les régulateurs. Parmi tous ces changements, nous pouvons signaler les trois plus importants :

1) La désintermédiation et la titrisation : Bien que l'accord Bâle I ait imposé aux banques un minimum de fonds propres pour les crédits qu'elles portent à leur bilan, il a créé une opportunité pour le montage de financements en dehors des bilans du système bancaire, n'immobilisant donc pas de fonds propres des banques². Ceci a contribué au développement du financement de l'économie par les marchés financiers, soit directement, soit indirectement par la titrisation des créances bancaires. Cette technique consiste pour une banque à sortir des crédits de son bilan en les cédant à une structure externe qui se refinance par des obligations garanties par ces crédits. Une partie du financement de l'économie a ainsi été transférée du système bancaire à des investisseurs non soumis à la réglementation bancaire, assureurs et gérants de fonds.

2) Les dérivés de crédit (Ex : *Credit default swap*, etc.) : Une autre technique permettant de réduire les besoins de fonds propres des banques est celle des dérivés de crédit : un dérivé de crédit est un produit dérivé dont le sous-jacent est un actif de type crédit, c'est-à-dire une créance ou un titre représentatif d'une créance (obligation). L'avantage du dérivé de crédit est

¹ Ce sont les fameux accords de Bâle. En 1988, les gouverneurs des banques centrales, réunis à Bâle, ont formulé pour la première fois des recommandations communes pour le niveau de fonds propres exigé des banques internationales par rapport à leurs risques de crédit. Ces recommandations, que chaque pays était chargé d'appliquer pour ses banques, ont d'abord été appelées « ratios Cooke », puis « Bâle I » quand, bien plus tard, une deuxième version des recommandations a été appelée « Bâle II ». Celle-ci tenait compte du développement des marchés financiers pour inclure leurs risques dans les exigences de fonds propres pour les banques. La prochaine étape, celle qui est mise en œuvre maintenant, s'appelle Bâle III et elle est supposée tirer les leçons de la dernière crise. Mais la conviction selon laquelle les marchés libres pouvaient fonctionner à l'équilibre sans intervention forte de la part des autorités conduit toujours à une plus grande « marchandisation » des modalités de régulation microprudentielle. Mais le modèle micro-prudentiel s'avère inadapté à la gestion des risques systémiques en raison de l'absence d'une passerelle automatique entre les niveaux micro et macro-économiques. Le nouvel environnement réglementaire alimente alors le développement de bulles successives dont la récurrence semble nécessiter une modification des règles d'organisation en vue d'éviter la socialisation forcée des pertes des acteurs privés (Ülgen, 2010).

² C'est un exemple typique de l'application de la loi de Goodhart dans le métier financier.

de transférer les risques (et tout ou partie des revenus) relatifs au crédit, sans transférer l'actif lui-même.

3) La dominance des notations : En modulant le minimum requis de fonds propres suivant la nature des actifs, la réglementation a biaisé la prise de risque par les banques en faveur des actifs exigeant le moins de fonds propres, notamment les obligations publiques et les obligations notées AAA.

De prime abord, la désintermédiation des banques, la titrisation et les dérivés de crédit semblent avoir permis de sortir du système bancaire une partie des risques liés au financement de l'économie. Quant aux agences de notation, elles ont été depuis longtemps considérées comme les organes indépendants d'évaluation des risques. Or, tous ces bons espoirs ont été mis en péril et les écueils ont été révélés par les crises : d'une part, rien n'empêche les acteurs non contrôlés d'abuser du système, c'est le scandale des crédits « *subprime* », montés aux Etats-Unis par des courtiers opérant hors système bancaire et financés par la titrisation avec le soutien de banques d'investissement et d'agences de notation peu scrupuleuses. Ensuite, il y a eu une accumulation des risques en dehors du système bancaire par les dérivés de crédit, notamment chez un assureur sorti de son métier de base (AIG, sauvé de la faillite par le contribuable américain). Enfin, jusqu'à la veille de l'éclatement de la crise, les investisseurs ont continué à croire à la notation AAA que les agences de notation avaient attribuée à des obligations complexes basées sur des dérivés de crédit. Malgré cela, le même phénomène se répète sur les marchés obligataires, car nous nous sommes également fiés à la qualité attribuée par les régulateurs aux obligations émises par certains Etats.

Au total, la montée en puissance de la finance directe a conduit à l'abolition de la position dominante des banques dans le domaine de financement et a affaibli la vision à long terme et la rente d'oligopole des institutions bancaires. Avant, la garantie d'une rente poussait le secteur financier à surveiller les actions des emprunteurs et cette surveillance ne pouvait se concevoir que si les établissements bancaires disposaient d'une information fiable sur la situation des entreprises. Après la libéralisation financière, les banques et les intermédiaires financiers se trouvent directement en compétition sur les marchés financiers dans une logique de comportement souvent grégaire et à court terme. Délaissant leurs activités traditionnelles pour investir dans des fonds spéculatifs plus rentables, elles cherchent également les nouveaux produits financiers qui leur permettent d'avoir plus de profit à l'origine des transactions sur les marchés financiers. Or, les produits d'innovations financières sont généralement caractérisés par un effet de levier important et génèrent des gains (ou des pertes)

plus élevés que les instruments financiers classiques. L'utilisation des produits dérivés augmente le risque de liquidités lorsque certains établissements financiers prennent des positions importantes sur des marchés étroits et se révèlent incapable de dénouer leurs positions (Ülgen, 2011, p. 51). Lorsqu'un choc défavorable apparaît, tous les agents économiques, essentiellement les banques, renversent brusquement leur position. Dans beaucoup de crises, nous constatons une sur-réaction des agents économiques sous les pressions à la vente des actifs pour dénouer une volatilité pro-cyclique des marchés. Dans chacune de ces crises, nous constatons que l'expansion des activités à fort effet de levier et le biais des liquidités disponibles à court terme se renforcent de sorte que les prix des actifs puissent atteindre un niveau très élevé jusqu'au moment où un choc externe renverse les comportements des acteurs. Lorsque la bulle éclate, il se produit le processus inverse et la baisse du prix des actifs met au grand jour l'insolvabilité des institutions financières les obligeant à cesser leurs opérations et accroissant par la-même la déflation.

En revanche, il ne faut pas croire que les établissements financiers soient totalement inconscients de l'augmentation de différents risques à la suite de la libéralisation financière. Mais leur stratégie de couverture s'appuie essentiellement sur l'idée selon laquelle les risques sont individualisables et diversifiables. Or, la multiplication des crises financières a remis en cause cette stratégie, car une meilleure répartition des risques individuels peut conduire à l'accumulation du risque au niveau macroéconomique.

3) Diversification du portefeuille et accroissement du risque systémique

La théorie de l'équilibre financier (Sharpe, 1964)¹ postule tout à fait logiquement que si on crée plus de marchés, nous sommes dans un système plus complet où l'on peut mieux diversifier les risques. Au niveau national, la théorie de portefeuille (Markowitz, 1952) nous enseigne que l'inclusion des titres peu corrélés dans un portefeuille réduit grandement son risque. Au plan international, les bénéfices des stratégies de diversification de portefeuilles sont souvent attribués aux corrélations plus faibles entre différents marchés financiers nationaux qu'entre titres individuels du même marché (Grubel, 1968). S'il existe des corrélations faibles entre marchés financiers à cause des structures industrielles différentes des

¹ Un des principaux résultats du Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers (MEDAF) fut de donner une expression exacte (et linéaire) de la prime de risque des actifs reposant sur la prise en compte des possibilités de diversification.

pays, on se rapproche de la situation optimale où tous les risques seraient couverts. Ainsi, avec l'intégration financière internationale, les investisseurs domestiques sont en mesure de diversifier au mieux leurs risques en disposant d'opportunités de partage du risque avec les étrangers et de divers moyens de couverture. C'est pourquoi l'objectif principal de la libéralisation financière est d'aller vers une plus grande ouverture des marchés financiers internationaux. Cette libéralisation se caractérisait par la levée progressive de différentes barrières à l'investissement étranger ainsi que par une suppression des restrictions aux mouvements de capitaux internationaux. Ces transformations ont conduit à des changements majeurs de l'environnement financier et amorcé le processus d'intégration financière internationale.

Or, on peut constater que ceci n'est pas vrai. Parce que les gains escomptés de diversification internationale de portefeuilles sont fonction des rentabilités et des volatilités des marchés sélectionnés. Ces dernières sont déterminées par les risques aux différents niveaux. Dans un marché parfaitement intégré, les gains sont déterminés par des facteurs mondiaux de risque. Au contraire, dans un marché strictement segmenté, ce sont les facteurs locaux qui jouent. Au fur et à mesure que le degré d'intégration d'un marché financier dans le marché mondial augmente, ses actifs financiers deviennent de plus en plus sensibles aux facteurs internationaux. En conséquence, l'intégration financière des marchés financiers rend, d'un côté, la diversification internationale de portefeuilles plus efficace, et ce en facilitant le passage d'un marché à un autre et en accroissant l'efficacité des marchés financiers. D'autre côté, l'intégration financière aurait augmenté les corrélations entre marchés financiers nationaux, ce qui réduirait les bénéfices des stratégies de diversification internationale. L'effet global de l'intégration financière internationale sur le rendement des stratégies de diversification serait ambigu.

En fait, l'élargissement des marchés financiers internationaux a accru les risques supplémentaires au lieu de les diluer. Sachant que le comportement des agents évolue dans un univers d'incertitude radicale, les déséquilibres financiers sont imprévisibles et impossibles à probabiliser. Les acteurs ont des interactions qui reposent elles-mêmes sur une situation de complémentarité stratégique au sens où les décisions des agents se renforcent mutuellement. Dans un jeu non-coopératif, l'identification d'externalités négatives résulte toujours de l'interaction cumulative entre les comportements des acteurs. Dans le système financier, on en déduit le caractère collectif du risque et l'apparition de dysfonctionnements dans l'activité des intermédiaires financiers. Si les individus sont fondamentalement interdépendants, les

marchés ne s'autorégulent pas en raison de la présence de défauts de coordination. Il peut être collectivement possible d'améliorer le bien-être mais aucun agent n'est individuellement incité à modifier son comportement. Ainsi, cette endogénéisation des risques financiers a été accélérée et amplifiée par l'internationalisation des systèmes financiers. La libéralisation financière densifie en effet l'interdépendance entre les différents marchés financiers. Des défaillances du système financier local peuvent provoquer des turbulences dans les autres marchés et remettent en cause certaines interconnexions, notamment par le biais de la liquidité des marchés.

A cet égard, la gestion individuelle du risque est une condition nécessaire mais insuffisante pour garantir la stabilité financière¹. Dans grand nombre des crises financières, nous constatons souvent que les chocs initiaux liés aux difficultés de refinancement dans certains établissements de crédit peuvent se propager sous forme d'externalités négatives aux autres établissements et se traduit par la recherche effrénée de liquidité. Celle-ci a entraîné à un effondrement non seulement du système financier, mais aussi du système économique dans son ensemble. Car en l'absence d'un mécanisme spontané d'auto-coordination en situation de détresse, une modification soudaine de la préférence pour la liquidité pousse tous les agents vers le même côté du marché en éliminant toute possibilité de couvrir leurs positions. Cela entraîne généralement des processus divergents plutôt que des ajustements correcteurs des prix des actifs par rapport aux valeurs fondamentales. En résultat, plus la profondeur du marché est grande, plus l'effet de la fluctuation est fort, et plus l'interdépendance entre les marchés est intense, plus l'effet pervers de contagion est important.

Par ailleurs, l'intégration des marchés financiers au niveau international entraîne une hausse du coût d'obtention de l'information spécifique aux pays différents. En principe, les investisseurs arbitrent entre les avantages issus de la diversification de leur portefeuille et le coût d'obtention de l'information spécifique à un pays. Lorsqu'un investisseur possède un portefeuille peu diversifié, c'est-à-dire concentré sur un faible nombre de pays, il est prêt à payer un coût pour accéder à de l'information spécifique à ces pays. Par contre, lorsque le portefeuille est parfaitement diversifié, toute information spécifique à un pays devient très coûteuse relativement au gain retiré. Par conséquent, du fait de l'absence d'information sur un pays spécifique (souvent nouveaux émergents), la diversification du portefeuille au niveau

¹ Selon Ülgen (2011), ceci signifie le principe de sophisme de composition : la somme des individus rationnels ne correspond pas trivialement à un système qui se révélerait dans son ensemble rationnel.

international rend donc les investisseurs très sensibles aux rumeurs circulant sur les marchés, d'où leur tendance à sur-réagir lorsque les anticipations se renversent.

Ce phénomène de sur-réaction par rapport au déséquilibre initial est à l'origine de nombre des crises financières notamment dans les pays émergents. Le caractère brutal des crises est expliqué par le comportement mimétique des investisseurs internationaux qui résulte lui-même de leur rationalité. En fait, il existe sur le marché une dualité en termes de sources d'informations :

- des informations d'origine fondamentale exogènes au marché ;
- des informations liées à la conscience de l'acteur d'intervenir sur un marché face à d'autres opérateurs, informations purement endogènes.

Quand le coût d'obtention de l'information spécifique est devenu trop élevé à cause de la diversification du portefeuille, l'incertitude liée aux informations privées détenues par chaque investisseur fait que les influences interpersonnelles reviennent au cœur du fonctionnement des marchés. Ainsi, chaque individu cherche à se conformer aux croyances du groupe, donc à suivre la tendance du marché. Dans un environnement incertain, la règle d'or du comportement rationnel d'un investisseur particulier, c'est mieux d'avoir tort avec tout le monde que d'avoir raison tout seul. Plus la valeur fondamentale est fondée sur des bases imprécises, plus le comportement mimétique aura tendance à se développer.

En résumé, selon le F.M.I (1999), la libéralisation des mouvements de capitaux permet aux investisseurs, en prêtant à l'étranger, de diversifier les risques liés aux perturbations qui menacent uniquement leur propre pays. Mais nous trouvons surtout un accroissement du risque systémique qui ne peut être expliqué par la théorie financière classique où les risques sont au niveau microéconomique. Il faut donc mettre en avant les imperfections de marché pour comprendre les limites des mécanismes en théorie disciplinant le marché. La diversification du risque individuel ne permet pas aux investisseurs de se mettre à l'abri du risque au niveau macroéconomique. Sachant que dans le régime actuel où les marchés financiers sont très interdépendants, l'instabilité des mouvements de capitaux peut provoquer des ruptures de liquidités dans les établissements plus vulnérables. Au niveau international, ce sont les pays émergents ou en développement dont les systèmes financiers sont les plus vulnérables au renversement soudain des flux financiers. C'est l'une des raisons pour laquelle la plupart des pays en développement, après avoir ouvert leur compte de capitaux, ont été plus ou moins touchés par les crises financiers. Puisque leurs monnaies ne sont pas les moyens de

paiement international, la modification soudaine de la préférence pour la liquidité est beaucoup plus importante dans ces pays que dans les pays développés¹. En résultat, la diversification du portefeuille international a effectivement accru à la fois l'effet de contagion et le degré d'incertitude sur l'ensemble des systèmes financiers. Mais pour les pays en développement, à cause de leur condition monétaire et financière précaire, la transformation des risques systémiques se traduit plus facilement en crise monétaire et bancaire.

¹ Nous allons développer l'analyse sur ce point dans le chapitre 5.

Conclusion

Le processus de déréglementation financière dans les pays développés a été suscité par deux principaux groupes de forces, que l'on pourrait qualifier de passives et actives. Dans le premier cas, les autorités réglementaires ont souvent réagi à des phénomènes, tels que des innovations financières, qui soumettaient le système réglementaire existant à des pressions croissantes, de sorte que bon nombre de contrôles perdaient leur efficacité, devenaient coûteux à faire respecter, ou faussaient plus ou moins la concurrence dans le secteur financier. Dans le deuxième cas, la réforme a cependant été aussi inspirée par des considérations actives. En particulier, la déréglementation devait améliorer la rentabilité financière en encourageant la concurrence et en supprimant les contraintes administratives qui pesaient sur l'allocation des ressources. Dans nombre de pays, la déréglementation financière a été également considérée comme s'inscrivant dans le cadre d'un processus de réforme plus large visant à permettre aux forces du marché de jouer plus pleinement dans l'ensemble de l'économie afin d'améliorer l'efficacité de l'ensemble du système financier ou de lutter contre la « répression financière » (McKinnon, 1973; Shaw, 1973).

Dans le présent chapitre, on peut tirer plusieurs conclusions de l'évaluation des conséquences de la déréglementation financière :

- La libéralisation financière a effectivement stimulé une très forte expansion du volume et du champ des activités financières dans les pays développés. Mais si la déréglementation a contribué à cette évolution, elle n'a pas été le seul facteur en jeu, et l'activité financière s'est également développée à un rythme rapide dans les pays où le dispositif réglementaire n'a guère été assoupli ni réformé pour s'adapter aux changements conjoncturels et structurel des systèmes financiers. C'est pourquoi il faut prendre en compte le contexte spécial des pays développés, notamment au niveau de leur finance public dans l'explication de la libéralisation financière.

- Bien que les tenants de libéralisation financière aient voulu y voir un renforcement de l'efficacité des marchés financiers (par exemple, l'intensification de concurrence entraîne une baisse du service d'intérêt ou commission d'intermédiaire), aussi bien sur le plan des coûts internes que de l'allocation des ressources, nous constatons un changement de comportement plus spéculatif dans les établissements financiers. Par ailleurs, les effets globaux sur

l'efficience économique sont difficilement quantifiables à cause des risques de crédit liés à l'asymétrie d'information et des difficultés à mesurer la productivité du secteur bancaire.

Un important enseignement qui se dégage du processus de déréglementation est que, du fait des innovations financières, de nombreuses formes de réglementation sont devenues de plus en plus difficiles à mettre en œuvre. On ne peut compter sur des stratégies simplistes consistant à inverser le processus de déréglementation pour remédier aux effets apparemment négatifs qui l'accompagnent. En effet, les crises financière récurrentes montrent que libéralisation et réglementation financières ne sont pas antinomiques comme pourraient le penser certains. La libéralisation financière a-t-elle causé une recrudescence de crises financières coûteuses? Il est certain que, si la libéralisation financière précède le renforcement du système financier intérieur, elle peut causer de graves problèmes économiques, voir des crises financières. Mais si les caractéristiques des systèmes financiers libéralisés font que la dynamique des crises est intrinsèquement cyclique et auto-réalisatrice, notamment à cause de l'incertitude présente, il faut réexaminer le consensus en les forces spontanées et autorégulatrices des marchés libres et se demander s'il y a eu une véritable déréglementation ou plutôt une transformation du dispositif de régulation (Pollin, 1993).

En bref, la libéralisation financière est un long processus qui nécessite la mise en œuvre de plusieurs dispositifs réglementaires prudentiels avant son achèvement. En dehors de ses belles promesses, il ne faut jamais négliger les risques qu'elle apporte, surtout au niveau macroéconomique puisque l'internationalisation des marchés financiers ont fait que des risques de liquidité, qui se produisent sur certains marchés, peuvent se propager avec des effets de répercussion en chaîne vers les autres. En conséquence, le risque individuel ou local peut devenir plus facilement un risque systémique ou global. Il s'agit ici d'examiner non seulement quelques aspects de l'évolution réglementaire et ses implications sur la transformation du système financier, mais surtout de réfléchir à améliorer la gestion des risques systémiques en raison de l'absence d'une passerelle automatique entre les niveaux micro et macroéconomiques (Ülgen, 2011). Cette remarque semble importante autant pour les pays développés que pour les pays en développement ou en transition. Ces derniers, à cause de leur condition initiale prématurée¹ au niveau institutionnelle, se trouvent plus facilement au point de l'accumulation des risques financiers.

¹ C'est-à-dire l'inadaptation du système fiscal, les lacunes de la surveillance et de la réglementation des banques, etc.

Jusqu'à maintenant, nous n'avons pas encore intégré dans notre étude les pays en phase de transition dont la Chine fait partie. Parmi ces pays, certains avaient procédé à la libéralisation après 1990. En fait, la libéralisation financière semble inévitable pour ces pays qui souhaitent tirer partie des bienfaits considérables -- hausse de l'investissement, croissance plus rapide et amélioration du niveau de vie -- d'une participation élargie au système économique mondial ouvert après l'effondrement de l'URSS. Cependant, comme l'ont démontré les crises en Asie, en Russie et en Amérique latine, la libéralisation financière présente également des gros risques. Il est donc important d'étudier les changements de structure financière dans ces pays pour comprendre pourquoi ceux-ci devraient être plus prudents en face de la libéralisation financière par rapport aux pays développés.

Chapitre 2 : La libéralisation financière dans les pays en transition : résultats controversés

Introduction

L'expérience des pays développés nous montre certains effets pervers de la libéralisation financière sur le financement de l'économie. Mais ce n'est qu'un début de l'histoire de la libéralisation financière au niveau mondial. Avec l'effondrement de l'Union Soviétique dans les années 1990, de plus en plus des pays en transition et en développement ont participé à ce « club libéral » en croyant en les promesses des grandes institutions financières internationales. Mais vingt ans plus tard, l'apport de la libéralisation financière sur leur performance économique n'est toujours pas satisfaisant. Par contre, la Chine est l'une des économies en transition qui n'a pas mis en œuvre des politiques de libéralisation financière dès le début de ses réformes économiques en 1979. L'Etat chinois contrôle encore la majorité des banques chinoises et les oriente vers différentes spécialités. La libéralisation complète des taux d'intérêt n'a toujours pas eu lieu¹. Sur le plan international, le gouvernement chinois reste assez prudent vis-à-vis de l'ouverture financière, notamment après la crise asiatique en 1997, et la Banque centrale de Chine continue à manipuler le taux de change au niveau bas selon la majorité des économistes occidentaux. Tout cela marque la grande différence entre la Chine et les autres économies en transition. Malgré tout, la Chine, qui est considérée comme la plus grande économie en développement, partage encore certaines caractéristiques structurelles d'une économie en transition. C'est pourquoi il est intéressant d'analyser les effets de la libéralisation financière sur les économies en transition afin de comprendre pourquoi la Chine n'a pas accepté de mettre en place des politiques de libéralisation complètes dans son système financier. Avant de commencer notre démonstration, il est important de définir ce qu'est une économie en transition et quelles spécificités du système financier peut-on observer dans les économies en transition.

La définition d'une économie en transition

Rappelons qu'une économie en transition est une économie anciennement planifiée ayant amorcée un passage vers une organisation où domine l'économie de marché dans un système capitaliste (Oleh et Thomas, 1999). Cela implique qu'avant tout, l'État a commencé à céder

¹ Le 11 février 2011, la Chine a lancé un programme pilote par lequel certaines banques pourront fixer librement les taux de dépôt, ce qui constitue un pas de plus vers la libéralisation des taux d'intérêt, écrit le China Daily, qui cite des sources non identifiées. La Chine fixe actuellement un taux plafond pour les dépôts et un taux planché pour les prêts, avec un écart d'à peu près trois points entre les deux, lequel constitue une bonne partie des revenus des banques.

une grande partie de son rôle dans la production de biens et services, ceci généralement par des privatisations massives. Parallèlement, il doit s'engager à modifier le cadre juridique afin de favoriser la création d'entreprises locales privées et de faciliter les investissements étrangers, comme établissement d'un cadre institutionnel et juridique pour fixer des droites de propriété, la loi contre la concurrence déloyale, etc. Enfin, il faut que des contraintes budgétaires dures soient mises en place pour les entreprises publiques et un système fiscal soit rapidement construit pour garantir l'équilibre des finances publiques du pays.

Les spécificités du système financier dans les économies en transition

En général, les économies de transition procèdent à la libéralisation économique dans tous les secteurs, notamment dans le secteur financier. Mais contrairement à ce qui se passe dans les pays développés, la libéralisation financière est généralement considérée avant tout comme l'antipode de la répression financière pour les pays en transition ou en développement (Roubini et Sala-i-Martin, 1991). S'inscrivant dans la filiation de Gurley et Shaw (1960), McKinnon (1973) et Shaw (1973) développent un cadre d'analyse dont la répression financière représente la pierre angulaire. Selon ces deux auteurs, l'intervention des pouvoirs publics dans le fonctionnement du système financier conduit à un découragement de l'épargne, à un rationnement du crédit et à l'allocation non optimale des ressources. Du fait des nombreuses distorsions qui subsistent dans leurs systèmes financiers, ces pays ne profitent pas de la discipline du marché qui contraindrait les banques mal gérées à disparaître. En d'autres termes, la répression financière résulte des politiques répressives d'un gouvernement qui décide de ne pas permettre un développement financier complet. Car cela permet au gouvernement d'utiliser le système financier comme une source de financement public¹. Dans les pays en transition ainsi que dans les pays en développement, nous trouvons plusieurs exemples de ces restrictions au fonctionnement du secteur financier : l'obligation de constituer des réserves obligatoires non rémunérées auprès de la Banque Centrale, la pratique des crédits administrés, les contrats collusifs entre les entreprises publiques et les banques, le rationnement du crédit, et surtout le plafonnement des taux d'intérêt sur les dépôts et les crédits accordés.

Pourtant, il est nécessaire de souligner que la libéralisation des systèmes financiers dans les pays en transition n'est pas une libéralisation financière comme celle qui a eu lieu dans la

¹ On va développer une analyse théorique plus détaillée de la répression financière dans le chapitre 4.

plupart des pays développés dans les années 1970-1980. Elle représente un cas particulier (Berthomieu et Ri, 2009). Cette particularité réside, tout d'abord, dans le fait que les systèmes financiers, même ceux existant avant la transition, avaient un aspect tout à fait différent de celui des systèmes financiers des pays développés. Il s'agissait non seulement de l'abolition des pratiques de plafonnement des taux d'intérêt et de rationnement du crédit, mais aussi, dans la plupart des cas, de la création de systèmes bancaires hiérarchisés à partir de l'institution antérieure de la « monobanque » et d'un processus de remonétisation. De plus, il y avait aussi des coûts importants à supporter liées à la création de marchés boursiers et d'intermédiaires financiers non-bancaires. Par contre, dans le présent chapitre, nous nous concentrons particulièrement sur les systèmes bancaires et leur reconstruction et non pas les marchés financiers, car ces derniers jouent encore un rôle mineur dans la structure dominée par les banques dans leurs systèmes financiers.

La problématique dans ce chapitre trouve ses racines dans l'idée théorique selon laquelle la libéralisation et le développement financiers peuvent avoir un impact sur la transition et la croissance économique. Bien que les procédures de la libéralisation ne soient pas identiques dans tous ces pays, ceux-ci ont poursuivi les instructions du Consensus de Washington pour libéraliser leur système financier et privatiser leur banque publique. Mais la persistance des difficultés de financement chez les entreprises publiques et privées dans les économies en transition soulève la question de savoir pourquoi ces pays, en développement et en transition, non seulement n'ont pas réellement profité des avantages supposés de la libéralisation financier, mais au contraire ont été fortement touchés par les crises financières et monétaires. Pour répondre à cette question, il faut prendre en compte les transformations historiques des systèmes financiers dans ces pays et comprendre les risques apportés par la libéralisation financière.

Le chapitre 2 est organisé de la manière suivante. D'abord, nous allons étudier les différents parcours suivis par la libéralisation financière dans différents pays en transition. Ensuite, nous allons évaluer l'efficacité des systèmes financiers dans les pays en transition au sens macroéconomique du terme, c'est-à-dire du point de vue de leur contribution à la croissance économique de ces pays. Enfin, pour évaluer la contribution de la libéralisation financière au desserrement de la contrainte de financement dans une économie en transition, les deux dernières sections consistent à interroger deux principaux canaux par lesquels les améliorations intervenues dans les systèmes financiers peuvent contribuer au développement

économique d'un pays en transition, le canal du financement des entreprises publiques et le canal du financement des petites et moyennes entreprises (PME) du secteur privé.

I - Processus et conséquences de la transition financière

Les systèmes financiers actuels dans les pays en transition ont émergé à partir de la même structure, celle de la « monobanque »¹ dans lequel la Banque centrale contrôlant à la fois le volume, le coût et l'allocation sectorielle du crédit. Le crédit avait une nature complètement différente de celle d'aujourd'hui et se présentait comme un moyen de transfert de fonds vers les entreprises publiques selon la planification (centrale) de l'économie.² Cette structure, qui était alors typique des systèmes bancaires entièrement administrés des économies socialistes, commence à être transformée à partir de la fin des années 1980 avec l'émergence d'un système hiérarchisé en deux niveaux modifiant totalement l'organisation du secteur bancaire. Par contre, compte tenu des conditions initiales dans les différents pays, leur trajectoire de transformation est loin d'être uniforme.

A - Modalités et conséquences des réformes

En principe, une transformation radicale du système financier a donc été nécessaire pour accompagner le processus de la transition économique vers l'économie de marché. La question qui se pose est de savoir selon quelle modalité ce changement a eu lieu. Pour les pays de l'Europe Centrale et Orientale (PECO³), à l'exception remarquable de la Yougoslavie où le système bancaire à deux niveaux a été créé dans les années 1960, les autres pays en transition ont démarré leurs véritables réformes, à partir de la fin des années 1980 (l'établissement des systèmes bancaires à deux niveaux a été entrepris en 1987 en Hongrie, en 1989 en Pologne, en 1990 en République Tchèque).

En revanche, nous avons constaté une divergence dans le processus de transition financière. Les décideurs ont dû faire face à de nombreuses questions selon leur condition initiale de réforme pour fixer les priorités des réformes :

¹ Il peut y avoir d'autres banques, principalement publiques, qui sont orientées vers le financement spécifique des secteurs (agriculture, industrie, etc). Mais celles-ci fonctionnent *de facto* comme des filiales de la Banque centrale du pays. Car leurs activités sont largement déterminées par les consignes de l'Etat.

² Eric Berglof et Patrick Bolton (2002), pp.78-79.

³ Bulgarie, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, République tchèque, Roumanie, Slovaquie et Slovénie.

1. Privatisation des banques publiques VS Restructuration des banques publiques

2. Ouverture financière complète VS Ouverture financière partielle

La plupart des pays postsocialistes concernés ont procédé à des opérations de privatisation et d'ouverture financière complète, malgré les procédures de libéralisation financière différentes. Dans certains pays comme la Hongrie, la privatisation des banques publiques a pris la forme de vente directe aux investisseurs étrangers. En République Tchèque, au contraire, au départ, le gouvernement a choisi la privatisation de masse par la distribution locale de « vouchers » (ce n'est qu'à partir de 1998 qu'un nouveau tournant a eu lieu au profit de la vente des actifs bancaires aux investisseurs étrangers). Au-delà de la privatisation, les PECO ont également procédé à la restructuration des banques publiques existantes pour les rendre transparentes et attractives vis-à-vis des investisseurs étrangers. En même temps, les autres pays ont choisi l'approche de thérapie de choc qui préconise le remplacement de l'ancien système et des institutions passées par l'introduction sans délai et sans réserves de l'économie de marché. Cette théorie postule qu'une fois détruites les institutions planifiées, le marché émerge et se développe spontanément et harmonieusement. Il est fait référence à un « choc », dans le sens où l'ajustement macro-économique et la fin de la bureaucratie qui s'en suivent nécessitent des réformes fortes et rapides afin de bénéficier de l'effet radical d'un « big-bang ». Dans le domaine financier, cela se traduit par la création *ex nihilo* d'intermédiaires financiers en transposant le système de réglementation et de contrôle prudentiel des pays développés.

Or, les résultats de ces différentes réformes ne semblent pas très probants. Les opérations de privatisation n'ont conduit les systèmes bancaires qu'à une situation plus délicate au lieu d'améliorer rapidement leur performance. Du fait que les banques privatisées n'ont plus la garantie de l'Etat et que, en même temps, elles ont accumulé des créances douteuses dans leurs portefeuilles, la privatisation est inévitablement accompagnée par une instabilité financière accrue. Le problème particulier des pays en transition est que cette instabilité des systèmes financiers est couplée avec un secteur bancaire qui subit un manque de capitaux. Dans ce cas, l'instauration de normes prudentielles pour lutter contre l'instabilité (par exemple, le durcissement des exigences en fonds propres pour exercer le métier bancaire) a fait augmenter la barrière à l'entrée pour les investisseurs privés, décourager la création de nouvelles banques privées et ainsi freiner le développement des systèmes financiers.

En outre, les changements radicaux du fonctionnement des systèmes financiers dans les pays en transition ont engendré des coûts considérables pour les pays afin de prévenir la crise

d'insolvabilité ou d'illiquidité chez les établissements de crédit. Ces coûts subis par les gouvernements varient, de même que les méthodes de transformation des systèmes financiers ont été différentes. Nous parlons ici des coûts de recapitalisation répétitive des banques (émissions de bons du Trésor en contrepartie des créances douteuses accumulées, annulation de la dette envers l'Etat, garanties gouvernementales sur les créances douteuses, transferts d'actifs et de liquidités) et des programmes de garantie des dépôts par le gouvernement ainsi que des opérations de sauvetage par la Banque centrale qui, en général, ont pris la forme d'injections de liquidités (Zoli, 2001, pp. 3-7). Du fait que ces pays ont déjà souffert des déficits budgétaires, les autorités monétaires et financières étaient incapables de financer des opérations de restructuration bancaire¹.

Bien que les trajectoires de la transition financière ne soient pas identiques selon les pays différents, nous pouvons observer que la transformation de leurs systèmes financiers partage certaines caractéristiques communes comme la privatisation des banques et l'entrée des investisseurs stratégiques étrangers. Vu que ces mesures représentent le premier pas décisif de la libéralisation financière dans les économies en transition, nous proposons d'abord une revue de la littérature pour examiner leurs effets sur l'amélioration de la performance bancaire.

B - Revue de la littérature sur les impacts de la libéralisation financière sur la performance bancaire²

La plupart des études empiriques portant sur cet impact ont souvent affirmé que la performance des entreprises privatisées avait connu une amélioration notable après la privatisation. Dans le domaine bancaire, Clarke et al. (2005) ont abordé le sujet de privatisation des banques en résumant quelques résultats d'études empiriques qui se sont intéressées aux banques privatisées. Selon eux, la performance bancaire est nettement améliorée après la privatisation. D'autres études (Boubakri et al., 2005) qui, portant sur des données concernant 81 privatisations dans 22 pays à faible et moyen revenu, montrent que plusieurs mesures de performance (mais pas toutes) sont améliorées après la privatisation.

¹ Selon les estimations de Zoli en 2001, le coût total (pour le gouvernement et la Banque centrale) des restructurations des systèmes bancaires durant la période de 1991 à 1998, s'est élevé à plus de 35% du PIB (en 1998) en Bulgarie, à 30% en Macédoine, à plus de 25% en République Tchèque, à plus de 18% au Kazakhstan et à plus de 12% en Hongrie.

² La performance des banques examinées a été mesurée selon les critères consistant essentiellement en la rentabilité, la structure financière (taux de capitalisation), l'efficacité et l'exposition au risque de crédit.

Certains changements tels que l'amélioration de la qualité du portefeuille ou l'introduction de la technologie d'information peuvent prendre plusieurs années pour se réaliser pleinement. De plus, la restructuration peut être coûteuse et par suite peut conduire à une augmentation de coûts ou à une réduction de profits temporaire. Les résultats de leur étude font preuve d'une amélioration au niveau de la maîtrise du risque des crédits et de l'efficacité économique des banques au fil du temps, mais ces bénéfices ne semblent pas immédiats.

Certes, il est clair que la majorité des études empiriques à propos de l'impact de la privatisation confirme que la privatisation du secteur bancaire permet une amélioration de la performance des établissements bancaires privatisés. Cependant, ces études quantitatives ne montrent pas suffisamment de résultats précis à cause du changement des comportements économiques des établissements bancaires après la privatisation, ni le risque de faillite bancaire à la suite de la privatisation. Puisque la privatisation des banques est un cas particulier et exige donc une analyse différente de celle concernant la privatisation des sociétés non financières, il est nécessaire d'étudier la transformation institutionnelle portant sur l'impact de la privatisation sur les banques. En fait, l'objectif d'une banque dans une économie planifiée centralisée n'est pas du tout similaire à celui de l'économie de marché décentralisée. Par exemple, les rémunérations des dirigeants dans l'ancien régime économique ne sont pas souvent liées au niveau de rentabilité financière. Ce qui justifie la faible motivation du gestionnaire à maximiser le profit dans les banques publiques. C'est pourquoi de plus en plus d'études s'appuient sur la comparaison entre la performance des banques privées et celle des banques publiques. À la lumière d'une étude de la relation entre la structure de propriété des banques et le niveau de performance financière, nous cherchons à mieux comprendre l'effet de la libéralisation financière sur l'efficacité du système bancaire.

1) Question de l'efficacité liée aux propriétaires bancaires

Les différences entre les nouveaux systèmes financiers dans les pays en transition ne concernent pas seulement les tailles et les performances du système dans son ensemble, mais aussi l'efficacité relative des différents acteurs. Ce qui est différent par rapport à la question de l'efficacité financière dans les pays développés, c'est que dans les économies en transition, nous pouvons comparer l'efficacité des banques publiques à celle des banques privées et l'efficacité des banques étrangères à celle des banques domestiques. Plus précisément, il s'agit d'étudier si ces nouvelles banques apparues après la libéralisation financières sont-y-

elles vraiment plus efficaces que les anciennes banques publiques. Par ailleurs, certains pays ont été plus motivés que d'autres pour ouvrir leurs secteurs bancaires aux acteurs étrangers (en 2004, la part des actifs des banques étrangères dans le total des actifs des secteurs bancaires des PECO s'élève en moyenne à plus de 73%). Pour d'autres pays, comme la Russie, la limitation de la participation étrangère dans le secteur bancaire existait jusqu'en 2004 et la part des banques publiques dans le total des actifs bancaires est encore supérieure à 50% (de 75% en Biélorussie et 93,7% au Turkménistan)¹. Dans ce cas, il est facile de comparer les performances des banques selon la nature de la propriété. Plus précisément, est-ce que les banques privées sont plus efficaces que les banques publiques et que les banques étrangères sont toujours plus performantes que les banques domestiques ?

a) Les banques publiques *versus* les banques privées

A partir de la fin des années 1990, certains auteurs (Sarkar, et al., 1998) commencent à étudier les liens entre la structure de propriété et la performance au niveau de l'économie en transition ou en développement. Leurs analyses s'appuient sur le fait qu'un pays en développement se caractérise essentiellement par des contrats incomplets et par diverses formes de défaillances de marché. Les conditions institutionnelles dans une économie en transition en général défont le fondement de base de l'argument de supériorité de la propriété privée, surtout l'efficacité de l'entreprise privée. En résultat, au niveau du ratio de bénéfice d'exploitation (OPR), ces études trouvent que les performances des deux types de banques sont similaires. Mais au niveau du ratio de rendement des actifs (ROA), les banques privées sont plus performantes que les banques publiques. En outre, les banques privées cotées sont supérieures par rapport aux banques publiques en termes de mesures de profitabilité (ROA, OPR) mais elles ne diffèrent pas significativement de leurs homologues publics en termes de mesures d'efficacité. Les banques privées non cotées ne diffèrent pas significativement des banques publiques ni en termes de profitabilité ni en termes d'efficacité. Les autres études empiriques (Jemric et Vujcic, 2002) affirment plus ou moins cette conclusion selon laquelle les banques privées sont plus performantes que les banques publiques.

Par contre, leur conclusion semble trop simpliste. Si nous prenons en considération le facteur risque lié à leurs différentes clientèles, la conclusion changera. En fait, la clientèle des

¹ Données de la BERD (EBRD 2008). European Bank for Reconstruction and Development, *Transition Report*, London.

banques publiques peut être très différente de celle des banques privées. Dans une économie en transition, pour des raisons historiques, les banques publiques doivent être plus présentes dans les secteurs caractérisés par du long cycle d'investissement, des actifs intangibles importants et de grands besoins de fonds de roulement. Ces secteurs peuvent être l'agriculture et l'industrie lourde. Leurs clients demandent souvent des montants importants de crédits pour financer la production et la R&D comme dans l'industrie pharmaceutique (qui a une part importante d'actifs intangibles) et nécessitent des capitaux intenses et qui ont de longues périodes de start-up avec des cash-flows négatifs (par exemple, l'industrie aéronautique). Si l'Etat ne veut pas les abandonner, les banques publiques financent des projets à haut risque. Par suite, leurs provisions constituées sont élevées, ce qui fait diminuer leurs revenus nets, d'où la légitimité d'un ROA ou un ROE faible par rapport aux banques privées.

Par ailleurs, il existe également des études empiriques qui n'affirment pas que les banques privées sont toujours plus performantes que leurs homologues publics. Certaines études comme Boubakri et al. (2005) ont même trouvé que toutes les mesures de performance ne se sont pas améliorées après la privatisation de certaines banques. Selon eux, le recours au secteur privé n'est pas toujours la solution optimale pour le problème de la faible performance des banques.

b) Les banques domestiques VS les banques à participation étrangère

De nombreuses études comparatives sur les performances entre les banques étrangères et les banques domestiques dans les économies en transition (Berger et al., 2003; Evan et al., 2006) concluent que l'efficacité des banques à participation étrangère est, dans le cas général, plus forte que celle des banques domestiques. Leurs explications sont liées à plusieurs avantages compétitifs des banques étrangères. Premièrement, ces banques ont des sources de financement moins chères que celles des banques domestiques. Toutes ces banques étrangères sont autorisées à emprunter auprès de leurs banques mères. Cela leur permet de pratiquer des taux de crédit nominaux faibles. Ensuite, les meilleures performances des banques étrangères sont aussi dues au meilleur contrôle de la part des actionnaires. En d'autres termes, l'exigence des propriétaires étrangers au niveau de la rentabilité financière est beaucoup plus sévère que celle dans les banques domestiques qui ont souffert, entre autres, de l'excès d'employés. Enfin, la bonne réputation de ces banques sur les marchés internationaux leur accorde un

grand avantage de communication pour construire des relations de confiance avec les clients locaux.

Par contre, il existe aussi des interrogations sur l'effet de la participation des investisseurs étrangers à l'amélioration de la performance des banques domestiques. D'abord, l'apport des capitaux étrangers signifie souvent une participation des capitaux avec une vision à long terme. Mais dans le cas des économies en transition, nous constatons plus souvent une forte croissance des investissements de portefeuille et rien n'empêche les apporteurs de capitaux d'abuser d'un système financier encore mal réglementé. Dans certains cas extrêmes, par exemple en Hongrie, les grandes banques ont été privatisées par tranches et les investisseurs étrangers ont toujours une possibilité de revente au gouvernement en cas de mauvaise performance. Après la crise financière mondiale en 2007 dans les pays développés, le rôle des banques étrangères dans les systèmes financiers des pays en transition a été remis en question. La forte présence des banques étrangères dans le secteur bancaire domestique rend ce dernier plus fragile vis-à-vis des chocs extérieurs (Ralph et Lelyveld, 2008). Les PECO qui, au cours des années 1990-2000, ont beaucoup bénéficié des flux de capitaux étrangers apportés par les banques européennes implantées dans la région pour financer leur croissance, sont devenus les premières victimes des politiques de crédit plus restrictives et même du retrait de fonds rapatriés par ces banques vers leurs pays d'origine (Connolly, 2009).

De toute façon, comme les deux types des banques ne sont pas nés dans le même système économique, leurs conditions institutionnelles initiales sont tellement différentes que les impacts préconisés par les tenants de la libéralisation financière ne sont pas toujours convaincants. Il faut également souligner que jusque-là, le facteur du risque financier n'est pas intégré dans notre analyse. En fait, nous trouvons souvent une dégradation de stabilité financière dans ces pays après la libéralisation financière. Ainsi, le critère de l'efficience financière ne suffit pas à décrire le développement du système financier à un horizon plus long. Il faut donc distinguer la différence entre le développement financier et l'efficience du système financier.

2) Résultats ambigus de la libéralisation financière et validations empiriques fragiles

En général, la majorité des études menées sur l'impact de la privatisation sur la performance des banques privatisées dans les pays en transition confirme une amélioration de

la performance des banques privatisées et souligne l'importance du rôle d'investisseurs étrangers dans le processus de privatisation des banques. Sur le plan théorique, nous attendons deux canaux de transmission de l'ouverture financière en faveur du développement financier dans les pays en transition. D'abord, l'entrée des investisseurs étrangers dans les capitaux des banques privatisées devrait avoir pour conséquence la croissance de la performance des banques concernées, l'augmentation de l'efficacité post-privatisation, la stabilité du secteur bancaire et financier et l'amélioration des conditions de financement du secteur privé domestique. Ensuite, l'arrivée des banques étrangères devrait augmenter des pressions concurrentielles et accroître la performance du secteur financier notamment bancaire. A cet égard, la permission de l'entrée des banques étrangères produit des effets positifs sur le secteur, dus au savoir-faire et à l'expertise des banques étrangères qui manquent aux banques nationales (Bonin et al., 2005). En se basant sur ces arguments, l'entrée des banques étrangères accroît l'efficacité du secteur bancaire. Autrement dit, pour augmenter leur part de marché, les banques étrangères en fixant des marges d'intérêt faibles vont augmenter la concurrence et par conséquent, vont contribuer à baisser la marge des taux d'intérêt.

Or, les données statistiques ne semblent pas appuyer ces affirmations. Après la transformation économique, les quatre pays en transition ont tous vécu une période de grande volatilité des taux d'intérêt. En 2000, les écarts de taux d'intérêt dans certains pays (la Roumanie et la Russie) étaient encore largement plus élevés par rapport au niveau général des pays à revenu faible et intermédiaire (8.63%).

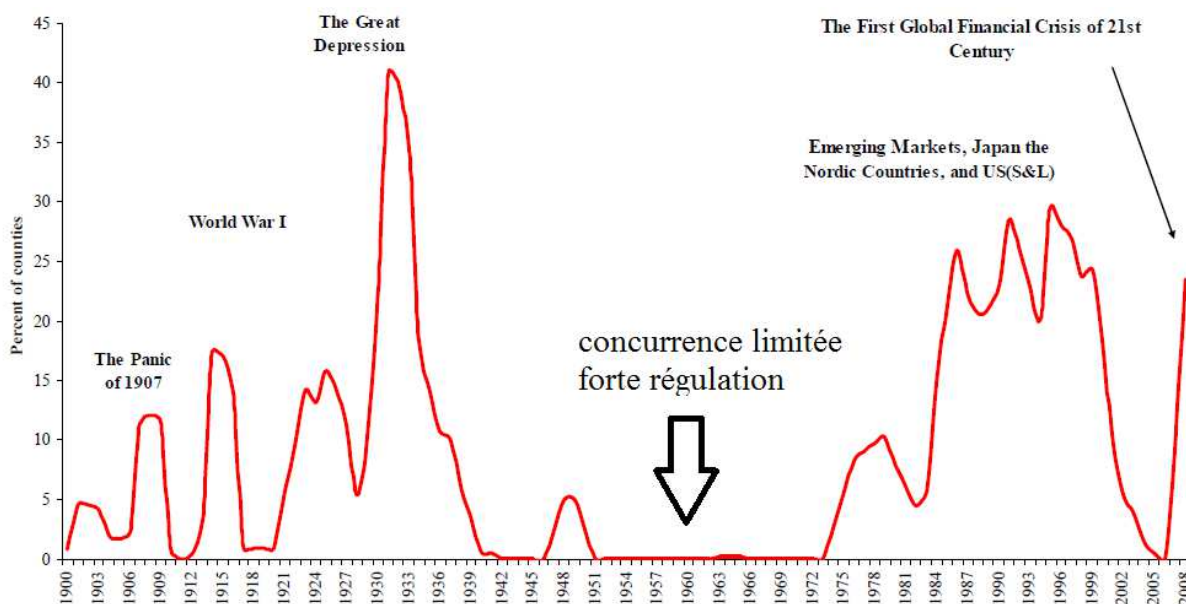
Tableau 3 : Écart des taux d'intérêt (taux de prêt moins taux de dépôt, %)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Bulgarie	29.04	34.30	51.38	43.42	216.38	166.19	11.09	10.29	8.24
Croatie	499.28	1064.30	16.39	14.72	16.93	11.17	11.13	10.63	8.33
Roumanie			33.39	5.99	17.87	16.69	18.04	19.78	20.74
Russie				218.35	91.76	15.28	24.74	26.03	17.93

Source : A partir des données fournies par la Banque Mondiale, données statistiques en 2009, disponibles à l'adresse : <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/>

En fait, l'amélioration de la performance bancaire ne signifie pas forcément un progrès de l'efficacité du système bancaire. Bien que la privatisation et la création de nouvelles banques puissent exercer un impact positif sur la concurrence du secteur bancaire et le coût de financement, il ne faut pas ignorer le fait que la concurrence accrue entre les banques entraîne une plus grande instabilité du système bancaire.

*Graphique 18 : Proportion de pays en situation de crise bancaire entre 1900 et 2008
(pondérés par leur poids dans le PIB mondial¹)*



Source: Reinhart et Rogoff (2008)

Dans le graphique 18, nous constatons qu'il n'y a eu de grandes crises financières pendant la période de forte régulation entre 1950 et 1970. En revanche, les grandes crises financières d'autres périodes dans les pays développés nous amènent à opter pour la nécessité de limitation de la concurrence puisqu'elles se sont traduites par la faillite des institutions encore profitables. Par exemple, Amable et al. (2002) ont cherché à expliquer ce phénomène en analysant des imperfections dans le fonctionnement du système bancaire : la concurrence sur le marché des dépôts est imparfaite en raison d'une différenciation horizontale (les services offerts varient d'une banque à l'autre) et les banques sont affectées de façon identique par un choc agrégé qui engendre des coûts de faillite pour les banques individuelles. Ils montrent que ces deux caractéristiques sont suffisantes pour qu'il y ait un arbitrage entre concurrence et stabilité bancaires : une plus forte concurrence accroît la rémunération des déposants mais réduit les profits bancaires, ce qui augmente le risque de faillites bancaires et les pertes qui leur sont associées. Ainsi, une concurrence désordonnée peut produire des conséquences fatales sur l'ensemble du système bancaire. Tout cela peut expliquer que les autorités aient fait preuve d'une certaine tolérance vis-à-vis de pratiques anti-concurrentielles des banques.

¹ Echantillon de 66 pays (environ 90% du PIB réel mondial).

Par exemple, les banques sont autorisées de pratiquer des tarifs élevés sur les différents services offerts à leur clientèle (notamment sur les services de paiement). De telles pratiques leur ont fourni des sources de revenu importantes et contribuent, sans aucun doute, à leurs bons résultats actuels sans produire des risques supplémentaires.

En résumé, il paraît que l'évaluation de la performance bancaire après la privatisation des banques publiques est une pseudo-proposition, car le statut de banque dans les deux systèmes économiques n'est pas le même. Dans l'ancienne économie planifiée centralisée, le système bancaire n'est qu'un « tiroir de caissier » et n'a pas d'obligation à générer de profits à son propre titre. Toutes les privatisations ne font que visualiser leur marge d'exploitation bancaire et leur permettent de conserver leur profit. C'est pourquoi l'amélioration de la performance bancaire ne permet pas de confirmer l'effet positif de la libéralisation financière sur la transformation des systèmes financiers des pays en transition. Il est donc plus pertinent d'évaluer le développement du système bancaire lui-même et sa contribution au développement économique. Autrement dit, il s'agit plutôt de savoir si, avec la libéralisation financière, les différents niveaux de développement financier ont un impact (favorable ou défavorable) sur la façon dont les pays ont réussi ou non leur transition économique vers le marché.

II - Libéralisation financière et croissance économique dans les pays en transition¹

L'effet de libéralisation financière sur la croissance économique a fait l'objet de nombreux travaux théoriques et empiriques. Il existe un grand volume de travaux économétriques qui analysent la relation entre développement financier et croissance économique, aussi bien pour les pays développés à l'économie de marché que pour les pays en développement ou en transition. La plupart des études anciennes (King et Levine, 1993), jusqu'aux travaux récents (Demirgüç-Kunt et Levine, 2008), ont régulièrement été publiées dans les revues du F.M.I et de la Banque Mondiale. La majorité des études a abouti à la conclusion selon laquelle il existe un lien positif fort entre le développement du système financier et la croissance économique. Mais il existe également des travaux dont les conclusions sont négatives (Berglöf et Bolton, 2002)².

Dans cette section, au lieu de présenter seulement les résultats des travaux empiriques afin d'appréhender la relation entre croissance économique et libéralisation financière dans les économies en transition, nous cherchons à exposer la méthode d'évaluation ainsi que leurs critiques afin de comprendre la divergence des résultats obtenus selon les différents tests économétriques. Ensuite, nous examinerons les conditions préalables pour la réussite de réforme financière. Bien que l'importance de l'infrastructure institutionnelle ait été signalée depuis les années 1990, les particularités institutionnelles des économies en transition ne sont pas suffisamment prises en compte. La priorité des objectifs macroéconomiques des pays en transition peut être très différente de celle des pays développés. Cela explique pourquoi la transformation du système financier des pays concernés n'implique pas un désengagement de l'Etat dans les activités économiques. Au contraire, elle demande une forte intervention de l'Etat avec les objectifs précis et les moyens très différents par rapport à l'époque de l'économie planifiée et centralisée.

¹ Dans cette partie, on ne s'intéresse qu'à l'aspect empirique. Tous les débats théoriques vont être développés dans le chapitre suivant.

² Berglöf et Bolton (2002) affirment qu'il n'y a pas de corrélation entre le développement financier (mesuré par l'expansion du crédit privé) et la croissance économique pendant la première phase de la transition entre 1993 et 1999.

A - La controverse des études empiriques

La majorité des études récentes comme Lawrence (2006), Zang et Kim (2007), Guillaumont-Jeanneney et Kpodar (2008), Coricelli, et Masten (2008), aboutit à la conclusion selon laquelle il existe un lien positif fort entre le développement du système financier et les performances de croissance pour tous les pays. Tous ces auteurs préconisent l'effet favorable du développement financier en poursuivant le point de vue de King et Levine (1993) qui examinent simultanément l'impact du développement des banques et celui du développement des marchés boursiers sur la croissance. Les résultats économétriques montrent que le développement des activités bancaires (mesuré par le volume des crédits au secteur privé en proportion du PIB) et le développement des marchés financiers (mesuré par le ratio de *turnover*) affectent positivement la croissance économique. En outre, ils soulignent que la libéralisation financière allège les imperfections de marché qui contraignent l'accès au crédit des entreprises.

En dépit du nombre important des études ayant trouvé une relation positive entre le développement financier et la croissance économique, la controverse du sens de la causalité de la relation entre les deux persiste toujours. Certains auteurs (Lawrence, 2006) pensent que le développement financier n'est pas antérieur à la croissance économique mais le contraire. D'après eux, la croissance économique précède le développement financier en recourant aux tests de causalité appliqués au grand échantillon de données établi par Levine (2000). En effet, cette idée s'inscrit dans la contribution de Robinson (1952) qui pense que le développement financier suit la croissance. Aussi, Keynes (1936) argumente que, bien que la croissance soit contrainte par l'insuffisance de crédit dans les systèmes financiers peu développés, dans les systèmes financiers avancés, le développement du crédit n'est qu'une réponse endogène aux exigences en matière de demande. Tous ces développements théoriques ont alimenté la critique menée par Arestis et Demetriades (1998) contre l'article de King et Levine (1993). Dans cet ordre d'idée, Arestis et Demetriades (1998) montrent que l'analyse menée par King et Levine est fondée sur des bases de causalité très fragiles. Ils démontrent qu'une fois la corrélation entre l'indicateur de développement financier pris à la moyenne et son niveau initial est très forte, le développement financier n'arrive plus à prédire la croissance économique.

En effet, les débats sur les travaux économétriques se sont multipliés pour plusieurs raisons. Tout d'abord, ces travaux empiriques sont, dans leur grande majorité, basés sur la méthode économétrique proposée par Robert J. Barro, méthode qui consiste, pour un vaste

échantillon de pays à la fois développés et en développement ou en transition, à régresser des indicateurs de croissance nationaux comme le taux de croissance du PIB ou du PIB par tête, sur une série plus ou moins importante de variables censées décrire la profondeur¹ du développement du système financier dans ces pays (Barro, 1991). Ainsi, les critiques portent sur la très forte hétérogénéité des valeurs des paramètres caractérisant les pays dans les très vastes panels utilisés selon ce type de régressions. En effet, les diverses modalités de réformes nous montrent que l'hypothèse de cette approche selon laquelle dans tous les pays inclus dans les échantillons sélectionnés, les systèmes financiers ont suivi ou devraient suivre le même processus de développement, n'est pas du tout évidente.

Ensuite, la sélection des variables appropriées pour évaluer un système financier développé et performant, est un travail difficile à cause de la subjectivité. Quels critères et combien d'indicateurs financiers faut-il retenir pour décrire un système financier dit développé ? En fait, il y a trois voies principales par lesquelles les entreprises non-financières peuvent se financer : les crédits bancaires, les fonds offerts sur les marchés financiers (marchés des actions, marchés obligataires) et les prêts obtenus auprès des intermédiaires financiers non bancaires (les compagnies d'assurance, les sociétés de crédit mutuel, les fonds d'investissement, etc.). Ainsi, il faut identifier et choisir les bons indicateurs susceptibles de décrire le développement financier caractérisant ces trois types de sources financières si elles sont toutes à l'œuvre dans les pays étudiés. Mais les « blocs » des pays en transition aujourd'hui montrent la très forte hétérogénéité en matière de marchés financiers ou d'intermédiaires financiers non bancaires.

Par ailleurs, il existe très peu de variations du niveau de développement financier des systèmes financiers très peu développés (c'est souvent le cas des pays en transition), ce qui rend complexe l'identification de la relation entre le développement financier et la croissance économique. Dans un environnement macroéconomique instable à cause de la transformation du régime économique, il est très probable que le développement financier s'accompagne de l'instabilité financière. Si le premier favorise la croissance, la seconde la

¹ Le terme profondeur financière renvoie généralement à la taille du secteur financier. Ainsi, l'appréciation du secteur bancaire dans une économie se fait à travers le ratio $M2 / PIB$ en raison de sa simplicité, et sans qu'il soit l'indicateur le plus approprié. D'autres indicateurs sont utilisés pour mesurer la profondeur financière. On peut citer $M1 / PIB$, $(M2 - M1) / PIB$, $M3 / PIB$. Normalement, la profondeur signifie l'étendu de la gamme de produits financiers offerts sur le marché et non le rapport M/PIB . Si ce rapport est utilisé pour désigner la profondeur, il y a un problème d'identification de la variable. Pour que cela corresponde à une idée de profondeur, il faudrait que l'agrégat M utilisé inclue les produits financiers comme les moyens de placement.

réduit. En d'autres termes, l'impact favorable du développement financier à la suite de la libéralisation financière sur la croissance est mitigé à cause de l'impact défavorable de l'instabilité financière qu'il engendre. En réalité, la croissance économique des pays en transition est souvent perturbée par un grand nombre de crises financières. Si le développement financier et l'instabilité financière exercent des effets inverses sur la croissance économique, il paraît indispensable, pour véritablement évaluer la contribution du développement financier à la croissance, de prendre en compte le lien qui peut exister entre l'ampleur du développement financier et l'instabilité du système financier.

Du fait de l'insuffisance des outils quantitatives et la récurrence des crises financières, de plus en plus d'auteurs ont commencé à s'appuyer sur les facteurs institutionnels pour expliquer l'échec de la politique de libéralisation financière dans les pays en développement et en transition. Plus récemment, l'importance du facteur institutionnel dans les pays en transition a été mise en avant dans des travaux empiriques à la fois qualitatifs et quantitatifs (Zoli, 2007) pour montrer le rôle important de la stabilité économique et de la qualité des institutions dans les pays en transition sur leur croissance économique. Autrement dit, il est d'autant plus important de reconnaître les conditions en faveur d'une émergence d'un lien efficace de transmission entre le développement financier et un ensemble d'objectifs macroéconomiques, en particulier des conditions nécessaires portant sur des changements institutionnels.

B - Les conditions préalables à la réussite des réformes financières

Pour les tenants de la libéralisation financière, les raisons pour lesquelles la libéralisation financière a montré ses limites sont tout d'abord liées aux conditions préalables dans ces pays. Elles sont d'abord liées la qualité de l'infrastructure institutionnelle qui détermine le développement financier. Par ailleurs, l'ordonnancement dans le temps des réformes joue également un rôle très important pour la réussite de la transition financière. Puisque les économies en transition doivent faire le choix entre les différentes priorités de réformes qui ne sont pas nécessairement mises en place en même temps, la séquence suivant laquelle les mesures doivent être prises implique une transformation institutionnelle graduelle.

1) Infrastructure financière : de quoi parle-t-on ?

Selon North (1990), les institutions comprennent toute forme de contraintes que les êtres humains conçoivent pour encadrer leurs interactions. Dans le domaine financier, ce sont d'une part les règles de droit et l'effectivité de l'application de la loi (institutions légales), et d'autre part, le système de supervision et de régulation bancaire (institutions économiques¹). Pour certains auteurs comme La Porta et *al.*, (1996), la qualité des institutions, c'est-à-dire les règles de droit et l'effectivité de l'application de la loi aux transactions financières déterminent le développement financier. Sachant qu'un contrat financier n'est rien d'autre que l'échange d'une somme d'argent contre la promesse de recevoir dans le futur une somme d'argent plus importante ou au moins égale à la valeur de la mise, toute transaction financière est un commerce des promesses (Giraud, 2001). Celle-ci est matérialisée par un actif financier comme par exemple une action ou une obligation. Pour que cet échange ait lieu, cette promesse doit être suffisamment crédible aux yeux du créancier car ses droits sont rattachés à la possession de l'actif financier². Le facteur principal qui détermine la crédibilité d'une transaction financière est la possibilité en cas de défaillance d'un des contractants de pouvoir porter l'affaire devant une cour de justice afin d'obtenir réparation. Ce sont les règles de droit qui déterminent les droits et obligations des créanciers et des emprunteurs.

La Porta et *al.*, (1998) ont ensuite développé leur théorie du droit et de la finance qui souligne l'importance du rôle des institutions légales dans les différences de niveaux de développement financier. Cette théorie soutient que dans les pays où le système judiciaire facilite les contrats entre les agents privés et protège les droits de propriété privée et les droits des investisseurs, les épargnants sont plus enclins à investir dans les entreprises, contribuant ainsi à l'expansion des marchés financiers. A l'inverse, un système financier qui protège insuffisamment les droits de propriété et les droits des investisseurs aura tendance à entraver le développement financier. Or, l'existence de ces règles ou ces lois est une condition

¹ Au sens large, elles signifient l'ensemble des règles qui gouvernent le processus de production, d'allocations et de distributions des biens et services, y compris les règles de régulation des marchés.

² Hart (1995) souligne l'importance primordiale des droits que confère la possession de différents actifs comme les actions ou les créances. En effet, les droits des investisseurs leur donnent la possibilité de sécuriser la rentabilité de leurs investissements. Ainsi, les actions d'une entreprise donnent aux actionnaires le droit de révoquer les gérants de l'entreprise si les dividendes ne sont pas à la hauteur de leurs attentes. De même, les créances donnent droit aux créanciers par exemple de saisir les garanties attachées aux créances au cas où l'entreprise n'honorerait pas ses engagements financiers. Sans ces droits, les investisseurs n'engageront pas leur capital. Par conséquent, les entreprises auront des difficultés à lever des financements externes.

nécessaire mais non suffisante. Il faut que ces règles soient vraiment appliquées, d'où la notion d'effectivité des règles de droit. Cette deuxième condition institutionnelle est très imparfaite dans les pays en transition. Bien que leurs autorités puissent transposer exactement l'ensemble de la loi des pays développés en termes de la protection des droits des investisseurs, la qualité de son application n'est pas facilement garantie à cause de l'incertitude radicale d'une économie de marché décentralisée. En effet, selon la théorie des droits de propriété qui étudie les problèmes d'agence dans une perspective Coasienne et néoclassique, il suffirait d'établir les bons droits de propriété sur les actifs pour que les marchés fonctionnent sans déséquilibre ! Or, ce n'est pas parce que la loi protège les créanciers que les débiteurs seront toujours capables de réussir dans leurs projets financés par des emprunts. Il ne faut pas oublier que dans une économie monétaire capitaliste, les engagements sont fondés sur des anticipations privées de gains futurs positifs, anticipations qui peuvent se révéler erronées *a posteriori*.

C'est pourquoi le lien entre respect des droits de propriété, bonne institutions, efficacité et croissance économique est plus complexe que la conclusion donnée par le courant économique dominant. Prenons l'exemple de la transition économique chinoise. Bien que les institutions chinoises n'obéissent pas aux critères fixés par les institutions internationales et les créanciers occidentaux, l'économie chinoise connaît une croissance forte et stable pendant ces vingt dernières années. Ce phénomène ne signifie pas que le non respect des droits de propriété est à l'origine de l'amélioration de la performance économique chinoise. Mais il montre que si le désordre institutionnel est maîtrisé par le pouvoir public fort, l'efficacité économique n'est pas nécessairement incompatible avec le non-respect des droits de propriété. C'est pourquoi il est important de resituer l'infrastructure institutionnelle dans son milieu socio-historique pour comprendre son rôle dans la fondation d'une croissance stable des économies en développement ou en transition (Salama, 2006, p. 125). Il convient plutôt d'analyser les conditions initiales de mise en place des réformes et se garder d'en avoir une vision naïve qui confond le but avec le processus. Bien que le but de constitution d'infrastructure institutionnelle soit identique partout dans le monde, les particularités socio-historiques des différents pays impliquent des processus divers de réforme institutionnelle d'un pays à l'autre.

Pour les pays en transition, il existe d'autres critères d'autant plus importants pour évaluer la qualité des institutions financières. « Les institutions fonctionnent positivement lorsqu'elles atteignent deux objectifs en même temps : améliorer l'efficacité économique d'un

côté et rendre les réformes compatibles de l'autre » (Gerschenkron, 1962, p. 305). Au lieu de mettre l'accent sur la protection du droit de propriété privé¹, certains facteurs publics, comme la stabilité des prix et une faible inflation, semble plus importants pour déterminer le développement financier du pays.

2) Le débat sur la priorité de réforme financière

L'objectif prioritaire des institutions des pays en transition peut être très différent de celui des pays développés. Nous constatons que la plupart des pays en transition ont vécu une période de forte inflation et de récession économique. Les mesures de la transition financière pour adopter la libéralisation financière ont entraîné l'instabilité macroéconomique. En fait, nombre d'échecs ne proviennent pas de la négligence d'amélioration des institutions financières du pays, mais d'une confusion dans les priorités des objectifs de réforme. C'est parce que leur condition institutionnelle initiale était si différente que la priorité de réforme financière mérite d'être réévaluée. Comment on pourrait espérer que les pays en transition, avec leur faiblesse des infrastructures financières et de leur système fiscal très imparfait, remplissent cette condition macroéconomique dès le lendemain de la transition financière ? L'application des mesures de libéralisation financière dans ces pays n'implique pas seulement la transposition d'un modèle macroéconomique appliqué dans les pays développés, car celui-ci ne tient pas compte des différences structurelles entre ces deux catégories de pays. Autrement dit, c'est donc la négligence de la réalité institutionnelle qui est à l'origine des nombreux échecs de transition financière dans les pays émergents.

Dans les années 1990, une grande partie des pays en développement et en transition ont souffert de l'instabilité macroéconomique caractérisée par des taux d'inflation et d'intérêt élevés et incertains. Au niveau national, un taux d'inflation trop élevé est au détriment de la protection du droit de créancier au bénéfice du débiteur. L'instabilité des prix augmente la probabilité de crises bancaires et financières, crée un environnement incertain et accroît les primes de risque. Elle fausse les prix relatifs et perturbent les anticipations à long terme des

¹ Les institutions financières basées sur la culture du contrat privé peuvent aussi avoir quelques limites même si les règles de droit existent et sont bien appliquées. En effet, entre le prêteur et l'emprunteur, il existe non seulement un phénomène d'asymétrie d'information, mais aussi de l'incertitude de rentabilité future. Puisque l'emprunteur ne peut connaître le futur qu'en probabilité subjective, ce qui ne garantit en rien la réalisation de ses attentes, le créancier ne fait que partager l'anticipation de l'emprunteur. De ce point de vue, la culture du contrat privé ne joue aucun rôle sur l'efficacité économique.

investisseurs. Cela provoque ainsi une baisse de l'investissement global et surtout une orientation de l'investissement vers des projets plus spéculatifs à court terme. Au niveau international, suite à la libéralisation des mouvements de capitaux, une part sans cesse croissante des apports de capitaux correspond à des fusions-acquisitions et à des opérations spéculatives (et donc pas à des investissements réels). Cela aboutit au cours des années 1990 à des crises financières à répétition, les flux de capitaux spéculatifs passant d'Amérique latine en Asie, puis rebondissant de Russie en Amérique latine, aggravant au passage la récession économique.

C'est pourquoi même les grandes institutions financières internationales ont régulièrement souligné l'importance de l'ajustement structurel pour mieux adapter les mesures de libéralisation financière. Selon elles, la discipline aussi bien monétaire que budgétaire est importante puisque, si ces conditions ne sont pas remplies, la libéralisation financière échoue (Knight, 1999). Au début des années 1990, de nombreux pays en transition ont commencé à pratiquer le programme d'ajustement structurel (PAS) du F.M.I pour parvenir à la stabilité des prix et accéder aux capitaux étrangers. Parallèlement, chaque gouvernement doit impérativement chercher à ajuster son déficit budgétaire. A court terme, l'ajustement budgétaire se fonde sur la réduction des dépenses publiques et sur la restructuration des entreprises publiques déficitaires pour éviter l'effet d'éviction de l'investissement privé et faire baisser le taux d'inflation. A long terme, la maîtrise du budget de l'Etat demande une réforme fiscale favorable. Pour ce faire, les autorités peuvent procéder à l'élargissement de l'assiette d'imposition, à une simplification des structures fiscales et à la correction à la baisse des taux d'impôts pour les rendre plus adéquats.

Certaines mesures du PAS ne sont pas erronées dans un premier temps. Les pays en transition doivent mettre en avant les objectifs comme la stabilisation du système des prix et l'équilibre de leur finance publique comme objectifs prioritaires de leur réforme des institutions financières et le changement de leur régime politique et économique implique forcément une réorganisation des objectifs de leur infrastructure institutionnelle. Mais la priorité des objectifs des réformes n'est pas la même que celle des pays développés. Il ne faut pas croire que les institutions fondées sur le contrat privé soient parfaitement capables de protéger l'intérêt des agents économiques privés. Car une simple dégradation des indicateurs macroéconomiques (comme une hausse du taux d'inflation et une dévaluation forte de taux de change) peut facilement mettre en danger certaines catégories d'intervenants du système financier. La différente condition initiale fait appel à des objectifs différents d'ajustement

structurel dans les pays en transition. Mais le processus de l'ajustement semble souvent long et risqué, car il ne suffit pas de copier et coller un modèle optimal de politique macroéconomique d'un pays développé pour appliquer dans un pays en transition.

Malheureusement, il existe aujourd'hui moins de travaux qui éclairent les particularités institutionnelles des pays en transition vis-à-vis des effets pervers de la libéralisation financière. La plupart des travaux s'appuient exclusivement sur la façon dont les économies en transition peuvent mieux s'adapter aux mesures de la libéralisation financière. C'est comme un patient qui se renseigne auprès un médecin pour guérir sa maladie (mauvaise performance économique). Mais le médecin lui demande de se retrouver en bonne santé pour être prêt à supporter des effets secondaires de son médicament prescrit (libéralisation financière). En revanche, nous pouvons quand même tirer la leçon que les gouvernements doivent toujours s'engager dans la voie de réformes avec prudence, dans la mesure où, la stabilisation macro-économique est d'une importance capitale pour le développement financier et la croissance économique. De ce fait, l'intervention de l'Etat semble indispensable pour offrir le bien public qu'est la stabilité des prix pour maintenir la confiance des agents économique dans le système financier.

Pour affiner la compréhension du lien entre finance et performances macroéconomiques dans les pays en transition, il faudrait encore identifier l'ensemble des conditions nécessaires au bon fonctionnement des systèmes financiers nouveaux qui se sont mis en place progressivement aujourd'hui dans ces pays, en tenant compte des trajectoires spécifiques que chacun d'eux a suivies ainsi que des différents acteurs impliqués dans ces processus de transformation. Ainsi, nous proposons une analyse plus profonde des relations entre les systèmes financiers et les entreprises de production quel que soit leur statut (public ou privé). Après les grandes mutations au sein du système financier pendant la transition économique, est-ce que ces entreprises de production ont été bien soutenues financièrement par leur système financier ? Pour répondre à cette question, les sections suivantes consistent en une exploration synthétique de ces relations et à mesurer la contribution du système financier notamment bancaire pendant la transition économique.

III - Le rôle du système financier dans la réhabilitation des entreprises publiques

Dans les années 1990, le rôle du système financier dans les stratégies de transition des pays postsocialistes a été abondamment discuté selon les différentes approches. Dans un premier temps, la question principale était surtout celle de la capacité des systèmes bancaires rénovés à transmettre des politiques monétaires restrictives et à instaurer la discipline financière dans l'ensemble de l'économie en transition (Burniaux, 1995), en particulier en cas de « thérapie de choc » avec les privatisations massives des entreprises publiques (par exemple, Pologne en janvier 1990 et Bulgarie en avril 1991). Quelques années après, une forte critique s'est engagée sur la place de ces politiques orthodoxes dans l'explication des récessions brutales observées pendant au moins les deux premières années de transition. Pour certains auteurs (Calvo et Kumar, 1994), c'est une mauvaise politique de crédit trop restrictive offert à des entreprises publiques engagées dans des restructurations coûteuses qui a finalement accru encore leurs difficultés à améliorer leur performance et a retardé la reprise. Les massives faillites n'ont aucun impact positif sur la relance économique des pays, et elles ont entraîné une instabilité sociale à cause de la hausse du taux de chômage.

Or, avec l'arrivée à maturation d'études empiriques sur l'ajustement des entreprises publiques, une autre approche (Sgard, 1995) s'est développée depuis le tournant microéconomique pris par le débat. Selon cette approche, un accroissement du crédit n'a d'effet favorable sur l'investissement et la croissance à moyen et long terme que s'il est alloué aux entreprises qui fonctionnent déjà sous un régime de contraintes budgétaires dures. Si tel n'est pas le cas, c'est-à-dire que les entreprises publiques ne sont toujours pas obligées de rembourser les crédits bancaires, nous risquons d'observer une accumulation rapide des créances douteuses au système bancaire et une monétisation des dettes publiques. La croissance du crédit doit donc être limitée pour rendre le financement bancaire rare et coûteux qui permet d'instaurer une discipline financière sur les entreprises et les contraint à exploiter plus efficacement les ressources disponibles.

Ces différentes approches révèlent partiellement la complexité du rôle du système financier pendant la transition économique. Elles ont leur propre argument solide à partir des points de vue différents. Mais elles n'ont pas suffisamment révélé le mécanisme d'interaction entre le système financier et les entreprises publiques en plein milieu de privatisation. Dans cette section, nous allons analyser le rôle du système financier dans la réforme des entreprises

publiques dans les économies en transition. Tout d'abord, nous nous concentrons sur les incertitudes institutionnelles qui entravent la réhabilitation (la restructuration et la privatisation) des entreprises publiques. Un tel constat s'explique par deux raisons essentielles : les carences institutionnelles du système financier et l'absence de ressources financières adéquates. Ensuite, nous cherchons à étudier les principales causes de la pénurie de crédit aux entreprises publiques.

A - La privatisation freinée par l'inadaptation du système financier

Dans la réforme des entreprises d'Etat, il y a en général deux solutions : privatisation et restructuration. L'analyse standard affirme que la privatisation doit être réalisée avant la restructuration pour trois raisons (Andreff, 2007): d'abord, parce que cette dernière ralentirait le processus du premier dans la mesure où les élites communistes tireraient bénéfice d'une privatisation par vente des actifs, probablement à prix sous-évalués. Ensuite, le licenciement massif en cas de restructuration entraîne une instabilité sociale. Ainsi, bien que la privatisation implique la même conséquence, le désengagement de l'Etat semble mieux correspondre à l'attente du peuple lié à leur méfiance vis-à-vis l'ancien régime politique. Enfin, la troisième raison est aussi la plus importante. Les entreprises d'Etat ne sont plus en mesure de trouver les fonds requis pour reconstruire leur capacité de production. Comme il semble improbable que les entreprises d'Etat se restructurent par elles-mêmes, la plupart des économies en transition ont mis en place des programmes de privatisation massive et immédiate¹ pour faciliter la transition économique.

En effet, les programmes de privatisation mis en œuvre dans la quasi-totalité des PECO ont officiellement deux types d'objectifs majeurs: un ensemble d'objectifs économiques et un ensemble d'objectifs politiques (OCDE, 1991). Sur le plan politique, la privatisation est considérée comme une condition nécessaire de la démocratie. En d'autres termes, il s'agit du passage des actifs de l'État à des mains privées qui serait un moyen privilégié d'élimination des groupes qui monopoliseraient le pouvoir politique et économique sous l'ancien régime, afin de constituer la base de développement du capitalisme. En ce qui concerne les objectifs

¹ Ces trois hypothèses ne semblent pas si solides. Car rien ne garantit que les investisseurs extérieurs privés ou étrangers sont plus désireux de moderniser les entreprises au lieu de les revendre pour le motif de spéculation. En outre, il y a une incertitude sur la propriété des profits futurs des entreprises destinées à être privatisées ou à disparaître. Ces entreprises n'investissent donc pas, pas plus qu'elles ne trouvent à emprunter (Wladimir Anfreff, 2007).

économiques, la privatisation serait à l'origine d'un changement des mentalités et des comportements des acteurs grâce à l'émergence d'une motivation endogène au sein des entreprises capitalistes et d'une allocation efficace des ressources, imposée par le durcissement de leur contrainte budgétaire et le développement de marchés concurrentiels.

Par contre, la majorité des travaux concernés n'a pas beaucoup mentionné les difficultés du financement des privatisations. Le financement des privatisations est souvent confronté à deux obstacles. Premièrement, le manque d'intérêt ou l'hésitation des agents nationaux au rachat d'actions des sociétés d'État mises en vente provient essentiellement de l'indisponibilité d'une épargne privée suffisante¹. Par conséquent, pour les banques, à cause des difficultés que connaît depuis un certain temps le système bancaire, elles n'ont pas de capacité de transformation financière² pour jouer un rôle constructif dans le processus de privatisation. Deuxièmement, l'inexistence d'un véritable marché financier décourage les nouveaux investisseurs qui auraient souhaité acquérir des actions.

1) Système bancaire fragile et incompetent

La plupart des privatisations déjà réalisées dans les économies en transition a été effectuée sur fonds propres des repreneurs domestiques ou sur financements extérieurs. En effet, les banques de ces pays, dans leur configuration institutionnelle et vu leur situation structurelle au lendemain de la transition, ne sont pas en mesure de financer le programme des privatisations massives. Du fait que la majorité des entreprises publiques prêtes à être privatisées ne sont pas performantes au niveau de rentabilité financière, les banques ne sont pas intéressées par un tel processus en dépit des commissions importantes qui leur sont proposées par ceux qui les sollicitent. Un tel résultat ne saurait nous surprendre. Dans une économie en transition, les banques commerciales domestiques n'ont ni expérience, ni capacité financière pour gérer ces programmes de privatisation extrêmement risqués et peu rentables. Elles se sont toujours montrées peu enclines à financer de grands projets sans

¹ L'intervention massive de l'État dans l'économie au lendemain de la transition se justifiait par deux raisons essentielles : l'absence d'un secteur privé performant et d'une épargne privée suffisante pouvant constituer le moteur du développement de l'économie. Si la première justification a disparu, la seconde continue toutefois d'exister malgré quelques progrès.

² Le système bancaire n'arrive pas à collecter suffisamment de ressources à court terme (dépôts notamment) pour financer à long terme des investissements.

garantie de l'Etat et préfèrent plutôt les simples opérations commerciales, espérant de ce fait réaliser le plus rapidement et le plus sûrement des bénéfices.

De plus, bien que les grandes banques publiques¹, sous la garantie implicite de l'Etat, soient mieux placées pour financer les opérations productives dans le processus de privatisation, il faut avant tout améliorer leur capacité de transformation financière et augmenter leur niveau des fonds propres pour qu'elles puissent jouer pleinement le rôle d'offreur de crédit dans le processus de privatisation. En d'autres termes, une vaste modernisation du secteur financier et une recapitalisation des bilans bancaires devraient être faites pendant et même avant la réhabilitation des entreprises publiques. Il s'agit concrètement d'assainir, de restructurer à temps et surtout de recapitaliser les banques commerciales qui retrouveraient ainsi la confiance du grand public et des épargnants. À cet effet, le système bancaire pourrait accroître ses moyens de financement dans le cadre de la privatisation, et surtout mettre sur pied une politique monétaire moins restrictive, voire un peu plus expansive pour faciliter l'octroi et le recours au crédit.

En tout état de cause, au lendemain de la transition économique, sans soutien financier de l'Etat, ces banques publiques étaient incapables de financer ni le programme de privatisation, ni la production normale des entreprises dites performantes. Sous l'effet d'une politique monétaire restrictive, le durcissement des conditions de crédits ont fait que les banques cessent de se prêter entre elles et n'octroie plus leurs prêts aux entreprises. Ce phénomène du « *crédit crunch* », constaté dans beaucoup de pays en transition, transforme la crise financière en une crise économique du type systémique (Salama, 2012c). Tout cela fait appel à des politiques contra-cycliques des autorités publiques pour fournir des liquidités supplémentaires pour contrecarrer la pénurie de crédit. Malheureusement, la majorité des pays en transition ont compté sur le financement du marché financier pour résoudre le problème du manque de capitaux au processus de privatisation. Mais les résultats sont souvent catastrophiques.

¹ On les définit comme les banques déjà existantes à l'époque de l'économie socialiste.

2) Marché financier prématuré

Les opérations de privatisation doivent aussi se réaliser dans un lieu de rencontre précis, qui n'est rien d'autre que le marché financier sur lequel les transactions se négocient. Pour les économistes libéraux, un marché financier efficace est un marché qui ne doit pas être entravé par l'intervention publique. En facilitant la mise en place des conditions de transparence et de concurrence, ce lieu de rencontre représente un des atouts majeurs pour la réussite d'un véritable programme de privatisation. Mais l'instabilité des marchés financiers dans les économies en transition affirme que la conviction du marché autorégulé n'est qu'une utopie du libéralisme. Pour une économie en transition, les règles du marché, le mode de fonctionnement du processus de privatisation et même l'identité des véritables interlocuteurs semblent totalement inconnus du public. Ceci constitue une réalité provoquée par les chevauchements et conflits multiformes qui existent entre les nombreuses instances formelles impliquées dans les privatisations, sans oublier que les instances informelles constituent dans les économies en transition une source de pouvoir bien plus déterminante que certains canaux officiels. Dans un environnement où la perspective à moyen et long terme est presque absente et les ressources adéquates en financement hypothétique, une création du marché boursier ne peut que favoriser le comportement spéculatif sur des titres financiers au lieu de s'attirer des vrais acheteurs potentiels pour participer au programme de privatisation.

Dans ce cadre là, notre réflexion conduit à une contestation de la vision du marché libre autorégulé qui se profile derrière les politiques de privatisation. En fait, la plupart des décideurs politiques et économiques dans les économies en transition ont suivi une représentation très idéologique du marché, inspirée largement du modèle néo-classique: une multitude d'acteurs autonomes et indépendants qui se rencontrent par l'intermédiaire du seul jeu de l'offre et de la demande. La privatisation devrait, donc, favoriser l'émergence d'un nombre relativement important d'acteurs poursuivant de façon rationnelle des objectifs de maximisation. Or, cette vision du marché « *big bang* » a déjà été critiquée par plusieurs courants théoriques. Selon l'école behavioriste (Simon, 1955), il est impossible de simplifier la représentation du marché en tant qu'un lieu de comportements rationnels obéissant à la seule règle de maximisation du profit, les marchés réellement existants sont structurés par des institutions, des valeurs et des normes issues d'un apprentissage plus ou moins long. Ils valident rarement le paradigme néo-classique conventionnel de libre accès à l'information et à la technologie ou des entrées et sorties sans coûts. Afin de faire circuler les produits, d'assurer l'accès aux ressources nécessaires et de diminuer l'incertitude, les acteurs tissent entre eux

des relations d'échange et de pouvoir, formelles ou informelles, explicites ou implicites, réelles ou activées potentiellement, qui rendent les marchés opérationnels. Même dans les pays capitalistes développés, il existe beaucoup de preuves selon lesquelles les stratégies relationnelles complètent les stratégies concurrentielles des acteurs (Dussauge et al., 1988). Leur position relative sur le marché dépend largement de l'action structurante des réseaux de relations, qui permet la stabilisation relative de l'environnement par la définition de règles du jeu (loyauté, confiance, réciprocité...) et par la formation de pôles de pouvoir au sein du système économique (Le Roy, 2003).

Ce raisonnement est tout à fait applicable dans la relation de financement entre les entreprises publiques et les investisseurs potentiels. Dans le contexte d'incertitude macroéconomique accrue à cause de la rupture des anciennes relations économiques et politiques, l'abolition de l'économie planifiée n'aboutit pas forcément à l'apparition de nouveaux acteurs privés qui sont immédiatement capable d'entrer en relation par l'intermédiaire d'un marché anonyme qui s'impose automatiquement comme forme dominante de coordination. C'est pourquoi nous pouvons constater que depuis des années, grand nombre d'entreprises publiques privatisées, à défaut d'un processus d'apprentissage, ont tendance à reproduire les normes et règles du jeu anciennes, même si les partenaires sont tout à fait différents. La fonction de l'allocation des ressources du marché ne peut plus être garantie pour deux raisons : d'une part, la volatilité des prix (cours, taux d'intérêt et taux de change, etc.) encourage le comportement opportuniste des investisseurs spéculatifs ; d'autre part, la hausse des primes de risque chasse les investissements productifs à long terme.

B - La crise de financement: pénurie de crédit aux entreprises publiques

Après la transition économique, de différentes mesures de réforme institutionnelle ont largement changé la structure de financement des entreprises publiques. Dans certains secteurs non privatisés, la solution était désormais d'« *actionnariser* » les entreprises publiques afin d'attirer les investissements étrangers et drainer l'épargne des particuliers domestiques. En même temps, l'Etat s'engage à rationaliser l'utilisation de ses ressources : les entreprises publiques non rentables seraient fermées ou mises en faillite; les autres passent d'un système de subventions directes à un financement par emprunts auprès de la banque étatique. Bien que les subventions aux entreprises d'Etat n'aient pas été complètement

supprimées, ces entreprises se finançaient de plus en plus par crédit octroyé par les banques commerciales.

En principe, ces transformations de mode de financement impliquent que l'économie en transition est passée du régime de financement administré à celui de l'autofinancement quasiment généralisé à l'aide du financement externe (crédit bancaire et OPA, etc.). Elles devraient soulager la contrainte de financement des entreprises publiques grâce à des moyens de financement plus divers. Mais en réalité, nous n'avons pas constaté un tel phénomène qui se produit dans les économies en transition. Au contraire, la pénurie de crédit aux entreprises publiques persiste encore depuis longtemps et les récessions économiques ont mis en danger les finances publiques de certains pays en transition.

1) La pénurie de crédit : causes et conséquences

Dans la plupart des économies en transition, la faiblesse du crédit est tout d'abord causée par un système des paiements inadaptés ou insuffisamment monétarisé. Au lieu de relations contractuelles et monétaires, les deux phénomènes, les impayés et le crédit inter-entreprise, induisent une gestion par les quantités¹ à l'image des anciennes régulations de l'économie centralement planifiée. Dans un contexte de non-paiement généralisé, l'existence d'un contrat entre fournisseur et consommateur perd de sa signification. Les droits et obligations de chacun associés à des considérations d'ordre économique (en l'occurrence monétaire) sont mal définis et surtout peu significatifs car peu appliqués ou inapplicables. Les incitations liées à l'échange monétaire ne peuvent jouer. Dès lors, la forme essentielle des relations économiques qui prédominent est de type commandement-subordination. Elle n'est pas, comme dans les économies de marché, une relation de type contractuel basée sur des relations de propriété. Le problème qui vient d'être décrit permet de comprendre en quoi la libéralisation est également le point de départ nécessaire non seulement à la construction des institutions, mais aussi à la modification des référentiels sociaux – des mentalités – qu'appellent l'accoutumance et le consentement aux règles du marché.

¹ Elle sous-tend donc des processus de marchandage et de troc impliquant des relations plus ou moins bilatérales entre entreprises. Ces relations économiques sont des formes importantes de coordination de l'économie planifiée. A présent, elles s'opposent au développement, sur une base généralisée de mécanismes de coordination marchands.

En fait, le financement bancaire reste extrêmement faible dans les économies en transition. En Russie, il ne couvre que 3,5 % des investissements dans le capital fixe et représente 4,0 % des crédits au secteur réel en 2002 (12 ans après la transition). En absence de financement bancaire, les entreprises ne peuvent compter que sur elles-mêmes pour étendre ou tout simplement maintenir leurs activités. Car les agents privés, logiquement déconnectés du financement budgétaire, sont confrontés aux marchés financiers très peu développés, peu liquides et très instables pour y trouver une alternative fiable aux crédits bancaires. Par conséquent, l'autofinancement assure actuellement plus de 80 % des investissements dans l'économie russe. C'est donc l'ensemble des entreprises domestiques qui souffrait de l'insuffisance du crédit octroyé par des institutions bancaires. Ce serait également une contrainte majeure à la restructuration des entreprises publiques en général, et pour leur modernisation en particulier.

Cette insuffisance du crédit bancaire traduirait, en amont, un problème de mobilisation de l'épargne, à savoir des dépôts qui ont augmenté mais qui demeurent des dépôts à court terme et, surtout en aval, des mécanismes du marché qui ne permettent pas aux emprunteurs d'accéder au financement à long terme. Plus concrètement, il consiste à remarquer la non-coïncidence dans les temporalités de l'offre et de la demande dans un système financier. En effet, les banques disposent essentiellement des ressources « courtes », alors que le secteur non-financier recherche principalement le financement à long terme. Traumatisé par une très forte incertitude inhérente à la transition, le système financier s'est avéré incapable d'assurer une transformation effective des ressources.

2) La détérioration de la finance publique à la suite de la récession économique

La majorité des pays en transition ont connu des récessions économiques pour les raisons différentes. Dans un contexte de déclin continu de la production industrielle, de la profitabilité des entreprises, et plus généralement de la discipline de paiements (augmentation des prêts non performants, arriérés d'impôts, etc.), un éventuel resserrement de la contrainte de trésorerie entraîne non seulement une nouvelle détérioration de la relation du crédit banque/entreprise, mais aussi un accroissement des déficits de tous les agents publics qui deviennent de plus en plus difficiles à gérer. Puisque les entreprises publiques ont progressivement perdu leur accès privilégié au financement budgétaire de l'Etat, le

resserrement du crédit a fatalement débouché sur une crise du système des paiements à cause du non-remboursement des dettes. En Bulgarie, cette crise s'est déplacée en 1994 vers la Banque Centrale, sous la forme d'une monétisation de la dette non performante. En Hongrie, nous estimons qu'elle était, dans une large mesure, la contrepartie du choix politique d'éviter à tout prix la renégociation de la dette extérieure (74% du PIB en 1991) (EBRD, 2002). Outre les ménages, les principaux bénéficiaires de ce transfert ont été en effet les créanciers étrangers, via le financement du déficit public¹. En d'autres termes, l'objectif principal des réformes institutionnelles à la suite de la libéralisation financière dans certains pays en transition est de mieux protéger le droit des créanciers étrangers. Les agents économiques domestiques quel que soient leur statut (public ou privé) n'ont pas réellement partagé le gain de libéralisation, car leur coût de financement a augmenté à cause de la hausse de prime de risque. La contrainte financière majeure devrait donc continuer de peser lourdement sur la solvabilité externe de ce pays.

Au total, nous n'avons pas constaté une grande contribution du système financier libéralisé au financement de privatisation et restructuration des entreprises publiques. Par ailleurs, toutes les économies en transition connaissent des problèmes financiers historiques d'insolvabilité des banques, de financement difficile des entreprises qu'elles soient publiques ou privées, et de contrôle des déficits budgétaires. Des fardeaux financiers de l'ancien régime, accrus des créances accumulées depuis la transition économique, pèsent lourdement sur les comportements actuels et perturbent durablement la gestion du bilan bancaire (stabilité des banques, relations avec les entreprises, place des marchés de capitaux, capacité à financer un rythme d'accumulation élevé, etc.). Toutes ces difficultés à la fois historiques et présentes ont également entravé le développement du système financier des pays concernés et limité leur contribution sur la croissance économique.

¹ Le déficit public hongrois a représenté 4,9% du PIB en 1991, puis 7,1% et 6% au cours des deux années suivantes ; les intérêts sur la dette extérieure s'élevaient respectivement à 4,3, 3,4% et 3,1% du PIB. Cela n'a pas beaucoup changé depuis 20ans. Le niveau du déficit public reste encore élevé (-8,59% en 2006 et 4,05% en 2009). Source : La Banque mondiale, 2010.

IV - Le financement des petites et moyennes entreprises (PME) pendant la transition économique

Après avoir analysé le rôle du système financier dans le secteur public, la présente section consiste à élucider l'impact du système financier sur la montée du secteur privé après le changement du régime politique et économique. Pour qu'il n'y ait pas de confusion entre les entreprises privatisées et l'émergence pure de l'entrepreneuriat privé, on prend l'exemple des PME comme notre principal objet d'étude.

Depuis plus d'une trentaine d'années, les recherches sur les PME sont plus en plus nombreuses. Ce courant de recherches doit sans doute beaucoup à la reconnaissance du rôle particulier des PME (création d'emploi et dynamique d'innovation) dans le développement économique (Julien, 1997). Cependant, la plupart de ces recherches sont réalisées dans le contexte des pays développés comme les États-Unis ou les pays européens. Dans les pays en transition qui sont en train de changer leur mode d'organisation économique, abandonnant un régime planifié et centralisé, fondé sur de grandes entreprises et des conglomérats étatiques, pour mettre en place une économie de marché, les PME auraient un rôle plus important à jouer (Fourcade et Michkevitch, 2004), en tant qu'une force majeure de la montée du secteur privé.

Parmi tous les obstacles à la croissance des PME, les analyses économiques se concentrent sur le financement de ces entreprises. En fait, la question du financement des PME est non seulement très actuelle notamment après la crise financière mondiale qui a tendance à durcir les contraintes financières, mais elle nous intéresse aussi particulièrement dans la mesure où un meilleur financement des PME peut contribuer au développement économique au sens général. Comme dans les pays développés, nous cherchons à savoir si, après le processus de transition économique, les PME dans les pays concernés, ont-elles été réellement bénéficiaires du système financier libéralisé ? Puisque le contexte des pays en transition est encore très différent de celui des pays de tradition capitaliste, nous ne trouvons malheureusement pas beaucoup d'études portant sur l'analyse du financement des PME aux pays en transition (Cook, 2001). C'est pourquoi pour répondre à cette question, nous devons tout d'abord mesurer l'ampleur et l'importance des PME dans la structure économique des pays en transition et leur impact sur la croissance économique. Ensuite, nous analyserons les principaux obstacles de financement des PME et, à la fin, les moyens de franchir de ces contraintes financières pour les entreprises.

A - Le poids économique des PME dans les économies en transition

La première base de données sur les PME dans le monde qui inclut les pays en transition dans son échantillon de 76 pays a été proposée par Ayyagari, Beck et Demirgüç-Kunt (2003), dans laquelle une PME est définie comme une entreprise à effectif inférieur à 250 employés. L'importance des PME dans l'économie en transition peut donc être évaluée à partir du rapport entre l'emploi dans les PME et l'emploi total dans le secteur formel de l'économie. Cette importance des PME varie fortement entre les pays, et en particulier entre les pays en transition. Si en Azerbaïdjan, en Biélorussie, en Géorgie, en Ukraine, l'emploi dans les PME représente moins de 10% de l'emploi total, ce ratio est supérieur à 50 % en Bulgarie, en République Tchèque, en Estonie, en Croatie, au Kirghizstan, en Pologne et en Slovaquie (Ayyagari et al., 2003, pp. 22-23). En effet, nous pouvons constater que les secteurs des PME dans les pays en transition sont, en général, moins considérables, ce qui est dû au fait que le système socialiste n'encourageait guère l'entrepreneuriat ni la création de nouvelles entreprises (Demirgüç-Kunt et al., 2005, pp. 16-17).

Mais que pouvons-nous conclure sur l'impact des PME à la croissance économique dans ces pays? Y a-t-il un lien entre l'importance des PME et la croissance du PIB ? Certains auteurs¹ montrent qu'une plus grande importance des PME dans l'emploi total est associée à un PIB par tête plus élevé, ainsi qu'à une croissance annuelle du PIB par tête plus forte. Il est cependant difficile de juger du sens de causalité. Ainsi, on ne peut pas affirmer que l'accroissement du secteur des PME va entraîner une croissance économique plus forte. Beck, Demirgüç-Kunt, et Levine (2005) ne trouvent pas de lien significatif entre l'emploi dans les PME et la réduction des inégalités (mesurées par le coefficient de Gini) ou de la pauvreté (mesurée par le « *headcount ratio* »² et le « *poverty gap* »³).

Si selon les études empiriques, il n'y a pas de lien de causalité direct entre la taille du secteur des PME et la croissance économique et si, dans plusieurs pays en transition, l'emploi dans les PME n'est pas très élevé, pourquoi insistons-nous sur l'importance du financement

¹ Ayyagari, Beck et Demirgüç-Kunt (2003) ainsi que Beck Demirgüç-Kunt, et Levine (2005)

² C'est-à-dire « l'ampleur de la pauvreté », à savoir la proportion de personnes se situant sous le seuil de pauvreté.

³ Qui mesure la « profondeur » de la pauvreté, c'est-à-dire la distance moyenne des individus ou des ménages par rapport au seuil de pauvreté.

de ces entreprises ? En effet, on prévoit que, même dans les pays où les PME jouent un rôle mineur dans l'emploi, le poids économique de ces entreprises va certainement grandir dans l'avenir avec le déclin du secteur public. Les PME peuvent « *combler le vide* » en s'engageant dans les activités peu développées à l'époque de l'économie planifiée comme le secteur des services, le commerce de proximité, le textile, les secteurs innovateurs, etc. Pour les PECO, en Pologne par exemple, les PME apparaissent comme des acteurs jeunes et actifs dans la création d'emploi et elles ont une structure financière plus saine que les grandes entreprises avec une part plus réduite de finance indirecte (Klapper et al., 2006). Dans d'autres pays comme la Russie, le développement de l'intermédiation financière qui facilitera le transfert des fonds des grandes entreprises du secteur de l'énergie vers les PME d'autres secteurs permettra de résoudre un des problèmes majeurs de l'économie russe, celui de sa faible diversification de production industrielle.

B - Impact de la libéralisation financière sur le financement des PME

Le système financier de l'économie en transition est généralement¹ caractérisé par la propriété publique et des contrôles stricts des établissements, le contrôle du prix des actions, des taux d'intérêt, etc. Dans ce contexte là, puisque les entreprises publiques ont plus de privilèges d'avoir le financement auprès des intermédiaires financiers souvent publics², les investissements dirigés vers les secteurs privilégiés de l'Etat pourraient drainer une grande partie des fonds et ensuite exercer un impact négatif sur le financement de des PME impliquant secteur privé. En attendant que la libéralisation financière permette de mettre fin à l'appropriation du secteur public sur les ressources financières afin que des entreprises privées notamment les PME se libèrent de leur contrainte financières, la réforme financière menée par les gouvernements des pays en transition ont visé à accorder une plus grande place au marché libre dans l'allocation des ressources. Ainsi, sous effet de la libéralisation financière, la fin de l'appropriation financière de l'Etat sur le système financier devrait donner aux PME plus de chance d'obtenir le prêt bancaire pour financer leur activité économique.

En suivant cette logique, les économistes préconisent la libéralisation financière pour résoudre la difficulté de financement des PME liée à l'accès du crédit bancaire. En général, le

¹ C'est-à-dire avant la libéralisation de leur système financier.

² Elles bénéficient souvent de la garantie implicite de l'Etat avec des taux d'intérêt favorables.

crédit est l'une des voies privilégiées du financement des PME. Ces dernières ne peuvent, en effet, recourir aux marchés de capitaux aussi facilement que les grandes entreprises pour obtenir des ressources tant en dette qu'en fonds propres. Ainsi, la libéralisation financière devrait permettre d'éliminer en grande partie les contraintes exogènes au fonctionnement du marché du crédit. Les contraintes endogènes entraînées par les asymétries de l'information et les problèmes du respect des contrats devraient diminuer. Dans certains pays en transition, il existe un certain nombre d'évolutions qui ont sensiblement modifié le processus d'octroi sur le marché du crédit. En premier lieu, le secteur bancaire a connu une augmentation considérable de la pression de concurrence internationale. Cette pression accrue peut être expliquée par une forte actionnarisation des certaines banques d'Etat et les participations étrangères. Pour les tenants de la libéralisation financière, la pression croissante des actionnaires visant à stimuler la valeur de leur participation entraîne une hausse de la concurrence entre institutions de crédit afin de baisser le coût de financement en faveur des PME. Mais le financement des PME a-t-il été nettement amélioré à la suite de ces changements ? La réponse est non.

1) Le rationnement du crédit sur le marché du crédit

Sur le plan empirique, dans un contexte de libéralisation financière, on trouve que, même dans les économies développées, l'intermédiation bancaire est sur une tendance baissière sur le long terme. Ainsi, les crédits accordés aux entreprises manifestent forcément un signe de déclin. La part des crédits bancaires régresse régulièrement, ce qui est le signe d'une substitution, pour ces dernières, des financements de marché au crédit bancaire. Mais par rapport aux grandes entreprises, les PME se trouvent dans une situation plus difficile pour accéder au crédit bancaire. De nombreuses études empiriques considèrent la taille de l'entreprise comme un facteur qui détermine l'accès au crédit bancaire. Stiglitz et Weiss (1981) soulignent l'existence d'une corrélation entre le rationnement du crédit et la taille de l'entreprise (Stiglitz et Weiss, 1981). Bien que l'on ne puisse pas qualifier une entreprise selon la taille, les PME ont, cependant, plus de difficultés que les grandes entreprises à obtenir des prêts désirés. La taille de l'entreprise est depuis longtemps considérée comme un facteur crucial pour expliquer le rationnement du crédit. Ainsi, les PME sont particulièrement défavorisées dans la course aux prêts bancaires et des conditions de ces prêts, car le rationnement est fondé sur des facteurs tels que la taille de l'entreprise ou le degré de risque (Hillier et al., 1993). En outre, il faut également tenir compte que la barrière de l'accès aux crédits bancaires des PME pourrait être la conséquence des problèmes liés à la disponibilité

de l'information des projets à évaluer, comme des coûts plus élevés prévus pour la collection de l'information liés directement à leur taille.

Toutefois, la libéralisation financière n'a eu que peu d'effets pour atténuer l'asymétrie d'information qui est plus remarquée dans le cas des PME, notamment dans les pays en transition où le droit de propriété est mal protégé, les particuliers ont tendance à garder la confidentialité de leur information. En d'autres termes, ils hésitent à partager l'information pertinente avec des tiers lors qu'ils ont trouvé de bons projets d'investissement (Peterson et Shulman, 1987), ce qui devrait contribuer fortement à l'asymétrie informationnelle entre les PME et les fournisseurs de fonds. Ensuite, après la libéralisation financière, l'incertitude accrue sur le marché du crédit pour les PME est d'autant plus forte dans les pays en développement et en transition. Les bilans comptables même pour les entreprises cotées en bourse présentent un manque de fiabilité sur l'exactitude des données. En ce qui concerne la solvabilité des PME, y compris les entreprises familiales, une partie importante des ventes et des dépenses n'est pas déclarée et les registres comptables se font informellement. De plus, l'outil pour résoudre l'incertitude n'est pas à la portée de la plus part des PME faute de garanties requises par les bailleurs de fonds. Les fournisseurs de crédit veulent s'en protéger eux-mêmes par la pratique de rationnement du crédit que de s'appuyer sur une longue et complexe procédure de faillite caractérisée par la faiblesse du système judiciaire du pays.

2) Fausse prospérité du marché boursier

La montée en puissance de la finance directe donne également beaucoup d'espoirs pour améliorer le financement des PME dans la mesure où le marché boursier crée un nouveau mode de collecter les fonds en émission d'actions pour les PME. Pourtant, il faut bien noter que les PME font relativement peu appel aux marchés des actions, surtout pour un nouveau marché de l'économie en transition. Parce que la faiblesse du cadre juridique et l'opacité de la comptabilité des PME ont accru la difficulté d'être coté en bourse.

En effet, la naissance du marché boursier et l'euphorie de la bourse influencent effectivement le financement des PME. Mais les impacts ne sont pas toujours positifs et la conséquence est parfois perverse. Du fait que la déréglementation financière donne la possibilité aux banques de contribuer fortement dans la fièvre de la bourse en accordant une grande part de leur prêt aux actionnaires (qui arrivent parfois à un niveau très élevé de leurs prêts pour certaines banques) sous garantie de leurs même actions, les banques ont intérêt à prêter indirectement aux entreprises par le biais des actionnaires en produisant de grandes

bulles financières jusqu'à l'éclatement financier que nous pouvons constater dans beaucoup de pays (par exemple, la bulle du Miracle Asiatique avant la crise de 1997 et la bulle Internet dans les années 2000). L'interconnexion étroite entre banques et entreprises se met en place un mécanisme autoentretenu qui accélère un effet de crédit en une bulle : le prêt sert à acheter des actions ou d'autres actifs financiers, dont les prix montent grâce à la demande financée par la dette. Ceux qui détiennent ces actifs financiers deviennent alors plus solvables et peuvent retourner voir leurs banquiers pour leur demander des crédits supplémentaires afin de continuer à acheter des actions dont le prix monte encore du fait de ce surcroît de demande, servant de garanties pour de nouveaux prêts, etc. En cela, toute bulle financière est d'abord une bulle de crédit. La question qui se pose est de savoir combien de % de leurs disponibilités les banques accepteront de consacrer au financement des PME dans ce contexte de libéralisation financière. Puisque la plupart des PME ne sont pas encore cotées en bourse, les banques ont très peu d'intérêt à investir dans leur projet souvent plus risqué et moins rentable. De plus, les grandes entreprises cotées en bourse peuvent diversifier et arbitrer entre leurs sources de financement, elles peuvent gérer simultanément la restructuration de leur dette et celle de leurs actifs, ce qui est peu possible pour les PME qui n'ont pas facilement accès à ces marchés. Les besoins de financement intermédiaire restent par conséquent toujours élevés chez les PME.

Au total, la libéralisation financière ne change pas énormément la structure du financement des PME. L'apparition de nouvelles sources de financement ne leur permet pas d'obtenir les fonds nécessaires. La plupart des PME souffrent encore du rationnement du crédit bancaire et sont obligées de compter sur l'autofinancement pour lancer de nouveaux investissements.

C - Les difficultés de financement des PME

La première raison pour laquelle nous nous intéressons particulièrement au problème du financement des PME est que les premières subissent des contraintes financières plus dures que les grandes entreprises publiques dans les économies en transition. Cette observation empirique basée sur les données microéconomiques peut être expliquée théoriquement par la présence des asymétries d'information et des coûts de gestion dans le monde d'aujourd'hui. Or, la libéralisation financière n'exerce pas un effet d'amélioration pour résoudre ces difficultés.

L'application des théories de l'asymétrie d'information¹ dans le domaine du financement bancaire repose sur le fait que le prêteur éprouve des difficultés à évaluer le projet de l'emprunteur et à contrôler son comportement. L'emprunteur dispose en effet d'un degré d'information beaucoup plus fin que le prêteur sur la viabilité du projet concerné, ses risques réels et sa rentabilité anticipée. Pour réduire cette asymétrie d'information, l'établissement de crédit n'a guère d'autre choix que de mettre en place des mécanismes de contrôle qui auront pour effet de renchérir considérablement les coûts de gestion (collecte d'information détaillée, analyse financière, surveillance régulière, etc.).

Une réaction naturelle peut alors être de sélectionner de manière plus rigoureuse les risques, ce qui réduit les coûts d'agence et le niveau de la tarification. Les projets les plus risqués sont exclus du crédit bancaire et l'équilibre conduit à un rationnement du crédit. Cet effet est généralement plus prononcé pour les PME que pour les grandes entreprises, pour deux raisons essentielles. D'abord, ces dernières comptent une proportion plus grande d'entreprises cotées pour lesquelles le coût de collecte de l'information est allégé. Deuxièmement, le risque de défaut de paiement est d'autant plus élevé que l'entreprise emprunteuse est jeune et de petite taille qui dispose d'un niveau de fonds propre moins important pour répondre au besoin du fonds de roulement.

En effet, les petites entreprises, en demandant des crédits d'un montant peu élevé, font face néanmoins à des coûts de transaction plus importants et à des primes de risque plus élevées parce qu'elles sont considérées comme étant plus opaques et ayant moins de collatéraux à offrir. Les obstacles financiers s'avèrent être plus contraignants pour la croissance d'une PME, parmi d'autres difficultés comme les obstacles juridiques et la corruption. Les banques, à cause du risque élevé, demandent aux PME de mettre des propriétés suffisantes en gage ou d'avoir un garant comme condition indispensable pour accorder les crédits. Malheureusement, la plupart de PME n'ont pas assez de propriétés acceptables, ce qui constitue un grand handicap pour leur financement. Car leur accès au crédit dépend de leurs historiques d'emprunt, de leurs tailles et de leurs notations. Selon ces critères, les PME ne sont pas du tout compétitives dans l'accès au crédit bancaire. En règle générale, les décisions de prêts sont liées à la santé financière de sociétés (ratio de solvabilité). Cela suggèrent que les banques, surtout les plus grandes, n'ont pas assez d'incitation pour développer leur capacité de gestion et de détermination du prix de risque pour les PME

¹ Cela fait partie de la critique sur la théorie de la libéralisation financière. Nous allons développer cette question dans la deuxième partie.

comme ce qu'elles font pour les prêts aux entreprises d'Etat (c'est-à-dire qu'elles ne sont pas capables de distinguer les vrais indicateurs de performance et ceux qui sont manipulés). Les sociétés du secteur manufacturier ont plus de chance d'obtenir les crédits, étant donné qu'elles possèdent probablement les propriétés qui peuvent être utilisées comme collatéraux, comparées aux sociétés du secteur des services.

Puisque les crédits demandés par les PME ont les propriétés suivantes: petits montants, à court terme et besoin de financement irrégulier, le coût de gestion de ces crédits est beaucoup plus grand par rapport à celui des crédits accordés aux grandes entreprises. Le faible montant des prêts accordés aux PME rend leur octroi proportionnellement plus coûteux. Les grandes banques ne veulent pas le faire. De leur côté, les petites et moyennes banques, qui disposent beaucoup moins de capitaux disponibles, octroient plus souvent les crédits aux PME. Bien qu'elles connaissent bien les PME qui sont dans leurs propres régions en raison de proximité, ces banques disposent moins de ressources financières et plus fragile en face des chocs externes. Quant aux PME, le manque de collatéraux, la complexité des transactions connexes, la non transparence de la comptabilité et la faible capacité à faire face au renversement de conjoncture économique entravent leur financement auprès des banques. Ainsi, l'absence de collatéral est la principale difficulté d'obtention de crédits pour les PME. Par rapport aux entreprises publiques garanties par l'Etat, les PME n'ont pas ce privilège pour obtenir le crédit. Cela explique la part importante de la finance informelle dans de nombreux pays en transition et en voie de développement. Selon les statistiques de la Banque mondiale (Cull *et al.*, 2006), dans la plupart des pays en transition, plus de 50 % de l'actif total des PME étudiées est financé par des capitaux propres, le taux moyen de financement bancaire n'étant que de 9,7 %¹.

Il en apparaît que la dépendance actuelle à l'égard des collatéraux et des garanties fait que les banques n'ont pas d'incitation nécessaire pour évaluer, gérer et tarifier les prêts destinés aux petits emprunteurs avec un coût raisonnable. C'est avant tout le renforcement de ces capacités qui permettra d'assurer aux PME un accès au crédit satisfaisant, ce qui suppose une amélioration sensible des systèmes internes d'évaluation et de gestion des risques, ainsi

¹ Pour les pays voisins de la Chine, le rôle de finance informelle est encore plus important. Selon l'étude de RAM (2005) auprès de PME des pays de l'ASEAN, de 75 à 90 % du financement des PME proviennent du marché informel, et seulement 3 à 18 % des PME peuvent accéder au financement bancaire. Dans certains pays, comme en Malaisie ou aux Philippines, le taux de refus des demandes de crédit peut atteindre 50 %. L'accès à du crédit à plus long terme serait aussi difficile : une étude menée auprès de PME polonaises révèle que la plupart de leurs dettes sont à court terme (Klapper *et al.*, 2006).

qu'un effort considérable de formation du personnel. Il semble impossible que les banques puissent tout faire dans un court délai. Car l'établissement des systèmes internes d'évaluation des risques chez les banques demande préalablement une construction collective de bases de données concernant les informations privées des potentiels emprunteurs, ce qui nécessite une intervention publique pour le mettre en œuvre.

Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons d'abord présenté une revue de la littérature récente pour évaluer les résultats des transformations des systèmes financiers dans les pays en transition. Les principaux travaux plus récents sont apparus depuis avec le début des réformes¹. En analysant les modalités et les causes de la libéralisation financière dans ces pays, nous pouvons tirer les conclusions suivantes.

Les systèmes financiers dans les différents pays en transition se sont transformés progressivement à partir de la structure de la monobanque, mais en suivant des parcours différents les uns des autres. Ce processus qui n'est toujours pas achevé aujourd'hui, a abouti néanmoins à la création de systèmes financiers diversifiés mais qui ont en commun le fait d'être dominés par les banques.

Le lien entre le développement des systèmes financiers et la croissance économique dans les pays en transition est loin d'être évident. Dans la première phase du processus de transition, les différences de développement des systèmes financiers ne peuvent pas être à l'origine de la disparité de leurs performances économiques, qui sont dues à de nombreux autres facteurs et notamment à une forte inflation et au dérèglement des relations économiques. Même aujourd'hui, le problème pour estimer la contribution des systèmes financiers dans le développement économique dans les pays en transition est liée à la façon dont on pourrait choisir les indicateurs pertinents pour mesurer le développement financier. Par exemple, les indicateurs quantitatifs peuvent s'avérer biaisés à cause des créances douteuses qui constituent éventuellement une part importante des actifs des banques. Même si l'on prend la hausse du crédit privé dans les pays en transition comme une piste d'évaluation, la mauvaise performance de l'ensemble des pays en transition ne permet pas d'affirmer une grande contribution du système financier à la croissance économique.

La plupart des économies en transition ont vécu une période de remonétisation. Sachant que la reconstruction d'un système monétaire efficace est basée sur le renforcement de la confiance sur la monnaie domestique, il faut que l'Etat intervienne pour faire respecter les deux contraintes, monétaire et budgétaire, à tous les agents économiques. Ce processus de

¹ En revanche, nous n'avons pas intégré l'étude du cas de la Chine pour le moment. C'est donc le sujet qui sera traité dans le chapitre suivant.

reconstruction nous paraît long et coûteux, mais c'est la pierre angulaire pour garantir le fonctionnement stable du système financier des économies en transition.

Le rôle du système financier au financement des entreprises publiques est très divers d'un pays à un autre. Nombreux pays en transition ont eu des ruptures de relation de crédit à cause des incertitudes de l'environnement macroéconomique. En outre, le processus de privatisation des entreprises publiques est entravé par les carences du système financier et l'absence de ressources adéquates. Notre étude montre que toutes ces contraintes d'environnement macroéconomique et institutionnel ne peuvent pas être résolues que par le système financier libéralisé. Au contraire, il est indispensable de mettre en avance des réformes institutionnelles adéquates selon les conditions initiales des pays concernés pour que la stabilité des systèmes financiers soit garantie en faveur de tous les agents économiques.

Enfin, l'analyse des problèmes de financement des PME constitue aussi un bon moyen d'évaluer l'efficacité du fonctionnement des systèmes financiers dans les pays en transition. Parce que non seulement les PME éprouvent des contraintes financières plus lourdes que celles de grandes entreprises, mais aussi l'émergence des PME dans les différents secteurs de l'économie se révèle être une des clés du développement économique dans les pays en transition. En effet, la dépendance des systèmes financiers des pays concernés par rapport aux banques étrangères, longtemps considérée par les économistes comme étant très favorable à leur développement financier et à leur stabilité (grâce à la transmission du savoir faire et de l'expertise, à la réglementation plus stricte et à l'accès au capital de la part de la maison-mère), s'est avérée un des facteurs majeurs (avec les déficits permanents du compte courant et la baisse de la demande globale dans les pays partenaires commerciaux) de la transmission de la crise du secteur financier au secteur réel dans ces pays.

Depuis le début de la libéralisation financière, nous constatons souvent qu'un durcissement du crédit et une hausse des taux d'intérêt ont succédé à la période prolongée d'une forte croissance du crédit accordé par le secteur bancaire, ce qui marque ainsi les mutations financières sans cesse dans les pays en transition et qui aura certainement des effets pervers sur les systèmes financiers de demain. Ces pays, qui restent toujours dépendants du financement des pays développés, ont encore du mal à retrouver une croissance économique au niveau élevé et stable. Dans le chapitre suivant, nous allons étudier le processus de la transition financière chinoise depuis les années 1980. Il semble *a priori* peu judicieux de vouloir comparer des économies que sont la Chine et les pays en transition. Celles-ci diffèrent par leur culture, leur taille (aussi bien en termes de population qu'en termes de PIB), leur

structure de production et même au niveau de leur performance macroéconomique. Pourtant, ces économies que tout sépare connaissent une procédure de transformation économique. Sur ce point, il est intéressant de mener une analyse dont les conclusions peuvent être riches d'enseignement.

Chapitre 3 : La transition financière chinoise : progrès et difficultés

Introduction

Vingt ans après le début de la transformation des économies à planification centrale en économies de marché, les performances économiques des économies en transition sont toujours très diverses. En Europe, bien que les PECO soient entrés dans l'Union européenne, chacun des dix pays a connu pour la première fois depuis le début de la transition, à partir de 1990, une croissance positive au cours de l'année 2000. Par contre, ils n'ont pas été épargnés par la crise des *subprimes*. Les nouveaux pays membres de l'Union européenne pourraient cette fois-ci être plus sévèrement et plus durablement touchés que les autres pays émergents. Ils sont tous entrés en récession et les perspectives de croissance à court terme sont particulièrement mauvaises : - 18% en Lettonie en 2009, - 14 % en Estonie, - 14,7 % en Lituanie et de - 6,7 % en Hongrie. D'autres pays postcommunistes, y compris la Russie, ont connu des progrès inégaux et font toujours face à un avenir peu certain. Dans cette vague, le processus de réformes a été lancé aussi en Chine, à la fin des années 1970. Au départ, l'économie chinoise souffrait de conditions initiales moins favorables que les économies en Europe de l'Est: le secteur industriel y était moins développé et la pratique de l'économie de marché était encore incompatible avec la tradition familiale et collective. Aussi, la Chine était initialement moins intégrée avec l'économie internationale.

Dans le chapitre précédent, nous avons montré que les économies en transition ont plus ou moins suivi la modèle standard du processus de transition pour orienter leur processus de transformation économique. En résumé, les principaux éléments du processus de transition économique ont été définis selon les critères suivants (Fischer et Gelb, 1991) :

Libéralisation du système des prix : processus à l'issue duquel la plupart des prix sont déterminés par le libre jeu du marché, et qui réduit les barrières et réglementations tendant à contrôler la structure des prix en vigueur.

Stabilisation macroéconomique : essentiellement, processus en vertu duquel l'inflation est stabilisée puis réduite, après la poussée initiale qui suit la libéralisation et l'assouvissement d'une demande jusque-là refoulée. Ce processus exige des pouvoirs publics qu'ils appliquent des politiques budgétaires et monétaires rigoureuses pour contenir la croissance de la monnaie et du crédit, tout en visant à assurer la viabilité de la balance des paiements.

Restructuration et privatisation : création d'un secteur financier viable et des réformes visant à donner aux entreprises les moyens d'adapter leur production aux besoins de marchés libres et à en transférer la propriété au secteur privé.

Réformes juridiques et institutionnelles : ces réformes sont nécessaires pour redéfinir le rôle de l'État dans ces économies, établir la primauté du droit sur la propriété privée et mettre en place des politiques favorables à la libre concurrence.

Au niveau politique, ce modèle standard de transition a donné des résultats rapides et remarquables en faveur de la démocratie et de l'établissement formel d'une économie de marché décentralisée. En effet, la transition à l'économie de marché s'est accompagnée dans la plupart des pays d'une plus grande liberté politique. Mais au sens économique, les résultats nous semblent très divers.

Comme dans les PECO, les années initiales de la transition en Chine se sont caractérisés par une inflation soutenue. Même si l'inflation n'a jamais dépassé 20 % depuis 2000, le pays a connu des cycles d'inflation basse suivis de périodes de menaces plus fortes. Toutefois, ce sont les poussées soudaines de la demande globale, et non les variations du régime de change, qui étaient responsables au premier chef de ces variations cycliques pendant les années 1980 et 1990. Mais les politiques macroéconomiques rigoureuses ont toutefois réussi à ramener l'inflation à des niveaux modérés. La Chine a réalisé la stabilisation macroéconomique de façon graduelle. À l'opposé de ce que nous avons observé en Europe, la croissance de la production s'est maintenue dans les programmes de stabilisation chinoise. Cette robustesse de la production était attribuable à l'évolution favorable de l'approvisionnement dans le secteur agricole, que des réformes institutionnelles importantes visant l'utilisation des terres agricoles avaient contribué à promouvoir.

Par contre, le développement du système financier chinois n'a pas été si remarquable par rapport à la performance du système productif. Comme les autres pays post-socialistes dans les années 1990, le système financier chinois reste dominé par le poids importants des banques publiques dans le financement de l'économie, les marchés financiers restant embryonnaires. Le secteur bancaire est peu concurrentiel et segmenté, les marchés du crédit et des dépôts étant concentrés entre les mains de quelques grandes banques, généralement publiques mais destinées à être privatisées rapidement, issues de l'écclatement de l'ancienne monobanque socialiste. Elles sont généralement plus enclines à financer les grandes entreprises (avec le soutien de l'État), qui représentent leurs principaux débiteurs et dont elles

détiennent parfois une partie du capital – quand il ne s'agit pas de la situation inverse –, au détriment des PME privées nouvellement créées, qui doivent se contenter de l'autofinancement et de l'évasion fiscale pour financer leur croissance. La situation financière des grandes banques, souvent grevée, au cours des années 1980 et 1990, par un montant important de créances douteuses sur les grandes entreprises publiques, et la faillite de certaines d'entre elles tendent en outre à fragiliser la confiance des agents dans le système bancaire chinois.

C'est pourquoi la stratégie retenue par la Chine ne pourrait pas s'adapter facilement aux autres économies en transition, caractérisées par leurs importants secteurs industriels d'État et leurs secteurs privés plus petits. Selon le rapport du F.M.I en 2000, la stratégie de réforme chinoise comporte certains risques : *« la réforme du secteur financier n'a pas été aussi rapide, dans ces économies, que celle des économies en transition européennes les plus avancées; la réforme des entreprises publiques reste à faire et la stratégie de la promotion de l'économie de marché dans des «enclaves» risque de faire long feu.¹ »* Le retard des réformes des entreprises d'Etat et du secteur financier a été jugé comme l'essentielle menace au détriment d'une croissance économique durable en Chine.

Mais après plus de dix ans, nous constatons que la performance économique de la Chine a distancée celle des pays en transition. Si le système bancaire chinois était jugé vulnérable et techniquement en faillite, comment expliquer l'excellente croissance économique chinoise soutenue par son système financier si fragile et inefficace? Pourquoi la Chine n'a pas eu des crises financières ou monétaires pendant ces années? Pour y répondre, notre étude s'appuie, d'une façon générale, sur la transformation du régime de financement et la régulation macroéconomique en Chine. Dans le chapitre présent, nous allons d'abord réexaminer les difficultés du système financier dans les économies en transition, notamment en Chine. Ensuite, la section suivante consiste à étudier la trajectoire de transformation du système financier chinois.

¹ « Perspectives et progrès des économies en transition : le point de vue du F.M.I », par IMF Staff, le 3 novembre 2000.

I - Difficultés de la transition financière en Chine

Toutes les économies en transitions souffrent plus ou moins d'une période de récession économique. La raison est diverse selon les pays. Mais en général, nous pouvons souligner que le système de planification économique en vigueur dans les pays socialistes avant la transition qui fonctionnait par un mécanisme de coordination centralisée, s'est effondré avant que le nouveau mécanisme de coordination par le marché ne s'instaure. La transition ne peut donc pas recouvrir la simple mutation de normes socialistes existantes en nouvelles normes capitalistes mais bien la construction d'un nouveau système économique. Cette construction n'est pas une tâche simple, parce qu'elle implique très souvent un coût de destruction avant la reconstruction.

Dans le domaine financier, les risques s'accumulent souvent sur le dysfonctionnement du système de paiement et les déficits des finances publiques. Ces facteurs conduisent parfois à la crise financière dans les pays en transition comme la Russie. Il est donc nécessaire d'identifier ces risques financiers et de comprendre leur mécanisme de fonctionnement afin de comparer les différentes trajectoires de transition financière en Chine et dans les autres économies en transition.

A - Une transition économique freinée par une rupture de financement

Avec l'expansion de la libéralisation financière au niveau mondial et l'effondrement de l'URSS, la plupart des économistes considèrent que le financement planifié a démontré toute son inefficacité, engendrant des gaspillages et des pénuries. Mais après la mise en place des processus de transition économique, les performances du nouveau système de financement se sont avérées inquiétantes. L'histoire de la transition économique en Russie nous montre un exemple. De 1990 à 2002, les investissements bruts en capital fixe ont chuté de 71 %. Par conséquent, le PIB russe a diminué de 28 %. La production industrielle a régressé de 37 % et la production agricole a baissé de 32 %. Même si l'on observe une certaine reprise dans les années suivantes, elle est donc encore trop dépendante de l'exportation de ressources naturelles (comme l'exportation du pétrole et du gaz) et exposée à un risque d'essoufflement notamment dans le marché obligataire qui a abouti à la crise de 1998.

Après cette crise, l'économie russe devient moins adossée au financement externe. En 2002, le PIB russe s'est élevé à 9040,8 milliards de roubles, alors que le financement externe du secteur réel n'a été que de 1 223 milliards de roubles, soit 13,5 % du PIB. Les entreprises russes ont investi dans le capital fixe 1 375,1 milliards de roubles, soit 15,2 % du PIB. Les banques russes ne leur ont accordé à ce titre que 48,7 milliards de roubles. Le financement bancaire reste donc extrêmement faible. Il ne couvre que 3,5 % des investissements dans le capital fixe et représente 4,0 % des crédits au secteur réel russe. La plupart des crédits sont mobilisés vers les opérations spéculatives notamment sur les titres publics et dans les privatisations massives des entreprises publiques. (Sapir, 2000)

Une situation similaire est aussi constatée en Chine dans les années 1990. Dans son état transitoire, le système bancaire s'avère être incapable d'assurer un financement efficace des entreprises publiques et privées. Le faible niveau de capitalisation des banques publiques chinoises, qui s'ajoute à l'inexistence d'un véritable marché interbancaire en Chine, restreint fortement l'accès des emprunteurs au financement bancaire. En l'absence de financement bancaire, les entreprises, qu'elles soient privées ou publiques, ne peuvent compter que sur leur capacité d'autofinancement pour étendre ou tout simplement maintenir leurs activités. Les entreprises privées chinoises, logiquement déconnectées du financement budgétaire, sont confrontées aux marchés financiers peu développés, peu liquides et très instables pour y trouver une alternative fiable aux crédits bancaires. Dans le secteur public, les problèmes semblaient encore plus difficiles à résoudre, car les entreprises publiques ont l'habitude de bénéficier de la subvention de l'Etat et les dotations administratives très avantageuses. Par conséquent, les réformateurs chinois se sont préoccupés du surendettement des entreprises publiques pour deux raisons principales :

- 1) D'abord, puisque la majorité des entreprises publiques chinoises étaient souvent en déficit dans leur exploitation, le régime d'autofinancement ne peut devenir une solution adéquate pour maintenir la croissance économique chinoise ;
- 2) Deuxièmement, elles n'ont aucune expérience de se financer sur le marché financier international, surtout à des taux relativement élevés. Par conséquent, malgré leur mauvaise performance, elles se réfugient auprès des grandes banques d'Etat qui peuvent les aider à trouver les financements requis.

En 1996, 34,66 % des crédits bancaires ont été accordés dans le cadre des grandes entreprises étatiques au titre du « prêt politique » qui se bousculent pour arracher divers

avantages de l'Etat. Ces prêts « forcés » représentent une solution temporaire de financement pour maintenir la croissance économique et le niveau d'emploi minimum en Chine. Par contre, elles produisent ensuite d'énormes créances douteuses, parce que presque la moitié des prêts sont impossibles à être récupérés, et le montant de perte est estimé à 328,8 milliards de yuan, équivalent à 50% des recettes budgétaires en 1996. En 2004, pour la première fois, la Commission Bancaire de Chine a publié que le montant des prêts non performants dans les principales banques commerciales étaient de 2077,6 milliards yuan (soit 13% du PIB de l'année). Cela veut dire que pour éviter la rupture de financement notamment au secteur public, le système bancaire chinois a dû octroyer beaucoup de crédits aux entreprises publiques. Bien que pendant presque dix ans, le problème des prêts non performants persiste toujours en Chine, l'économie chinoise n'a pas eu de grosse difficulté au système des paiements, ni de grande inflation. Il est donc nécessaire de réinterpréter ce phénomène des prêts non performants.

B - Dysfonctionnements du système de paiement : la menace de démonétarisation et la perte de souveraineté monétaire

Dans le chapitre précédent, nous avons remarqué que le passage à un système bancaire à deux niveaux impliquait une réorganisation de la circulation monétaire, telle qu'elle résultait du principe de la Banque unique. En effet, la mise en place d'un système de paiement efficace aurait donc dû constituer un objectif prioritaire de la transition financière. Pour certaines économies en transition, le système de paiement a été le lieu de dysfonctionnements importants aggravés, lors des crises, par l'ébranlement du système bancaire. Dès lors le crédit ne pouvait répondre aux besoins de financement des entreprises.

Dans la plupart des économies en transition, le processus de transformation ne s'est pas seulement fait à un rythme très rapide de réformes (Andreff, 2007, p. 51). Les pays concernés se trouvaient souvent dans une situation macroéconomique marquée par une forte dépression, avec une chute de la production et une poussée inflationniste importante. La contraction de l'activité économique rendait alors les activités productrices peu rentables. Dans ce contexte de récession économique, les politiques macroéconomiques vigoureuses utilisées pour faire baisser l'inflation ont eu comme corollaire une démonétarisation progressive de l'économie.

En effet, dans la transformation du système financier des pays en transition, nous constatons souvent un passage irrévocable de régimes de « répression financière » vers des

régimes de « répression monétaire » qui vise à limiter le plus possible, voire à annuler quasi totalement l'émission monétaire publique, et à concéder le monopole de la création monétaire à un système bancaire intégralement privatisé et financiarisé. Pour certains auteurs comme Théret (2011), ce régime de « répression monétaire » peut conduire à une crise cumulative des finances publiques s'accompagnant d'une incapacité croissante des pouvoirs publics à exercer leurs missions élémentaires de services publics. Cette analyse nous paraît valoir à une échelle bien plus vaste pour une crise financière dans une économie en transition qui est aussi, une crise monétaire. Celle-ci, souvent liée au phénomène de la démonétisation, est l'une des conséquences négatives du régime de répression monétaire à la suite de la libéralisation financière.

1) Le menace de la démonétisation : causes et conséquences

Dans plusieurs économies en transition, nous constatons que ce mouvement de démonétisation a provoqué des crises de système de paiement. Par exemple en Russie, le taux de liquidité de l'économie russe était extrêmement bas à la veille de la crise 1998, soit pour le rapport M2/PIB 13%, contre 60% à 110% pour les pays de l'Union Européenne, et 35% pour un pays comme le Brésil qui connut aussi une forte inflation quelques années plus tard. Puisque la démonétisation de l'économie indiquait que les agents financiers ne pouvaient compter sur le crédit bancaire comme source fiable de liquidité, elle traduisait une déconnexion de fait entre le monde de l'économie réelle et celui de l'économie financière, ce qui est un facteur systémique de fragilité de cette dernière. En réalité, la démonétisation résulte, pour l'essentiel, du sous-développement du système bancaire combiné à la pénurie de liquidité résultant de la politique monétaire restrictive. Celle-ci, inspirée par la théorie de la répression financière et puis préconisée par les organisations économiques internationales, a augmenté le risque d'illiquidité du système financier. Pour mieux comprendre les interactions entre répression monétaire, démonétisation et dysfonctionnement du système des paiements, il faut d'abord revenir au mécanisme de création monétaire.

a) Rappel du mécanisme de création monétaire

Rappelons brièvement le moyen le plus courant pour créer de la monnaie scripturale. Tout doit commencer par une demande de crédit. Lorsqu'une entreprise a besoin de 1000

euros et son banquier lui accorde un crédit, cela se résume à une simple écriture comptable dans les livres de la banque : à l'actif de son bilan une créance de 1000, et au passif la contrepartie, les 1000, portés au crédit du compte de dépôt à vue (DAV) de l'entreprise. Cette entreprise les utilise principalement pour ses achats ou ses productions. Ensuite, cette monnaie va circuler dans le système des paiements jusqu'à échéance, quand l'entreprise aura remboursé la totalité du crédit. A ce moment précis, la monnaie sera totalement détruite, sauf les intérêts. Ainsi l'augmentation de l'actif bancaire - créances sur la production - entraîne un accroissement de la masse monétaire - en dépôt à vue -, tandis qu'une diminution de l'actif bancaire, c'est-à-dire le remboursement des créances, entraîne au contraire une réduction de la masse monétaire. Au total, nous pouvons donc résumer qu'une demande de crédit des agents non bancaires conduit à une augmentation de la masse monétaire lorsqu'elle est satisfaite.

Or, il est nécessaire de souligner trois points importants dans le mécanisme de création monétaire. Premièrement, pendant ce processus, le système bancaire n'a pas besoin de dépôt préalable, car il crée de la monnaie contre le crédit et la détruit au fur à mesure du remboursement de ce même crédit. Autrement dit, la monnaie est créée par les banques commerciales, seules autorisées à le faire, lors d'une demande satisfaite de crédit dépassant les épargnes antérieures disponibles. Deuxièmement, la création monétaire fait appel à une coordination entre agents non-financiers et banques, car le demandeur de crédit est co-créateur de monnaie. Ainsi, ces deux acteurs sont les coresponsables de (dé)monétisation de l'économie. Enfin, le coût de production matérielle de monnaie est pratiquement négligeable, car imprimer des billets et passer des écritures aux banques commerciales ne demande que peu d'efforts. En revanche, il coûte très cher à une économie de ne pas avoir assez de monnaie¹. La pénurie de moyen de paiements peut facilement bloquer la relance de production. Mais les banques commerciales ne sont pas le seul responsable de la démonétisation. La question fondamentale est pourquoi la demande de crédit est tellement faible ?

b) Le désengagement de l'Etat et la pénurie des moyens de paiements

Plusieurs réponses peuvent être possibles, car du côté de demandeur de crédit, il existe trois principaux acteurs : entreprises (producteurs), ménages (consommateurs) et l'Etat. Mais il est nécessaire de souligner le rôle spécial de l'Etat dans la création monétaire notamment

¹ Il s'agit également d'en avoir trop (inflation). Nous y reviendrons sur le problème de l'inflation plus tard dans le dernier chapitre.

dans le cas d'une économie en transition. En général, l'Etat, s'il avait la propriété d'une société d'Etat, serait considéré comme à la fois consommateur et producteur. En tant que consommateur, il consomme des sources considérables aux achats de biens pour le bien-être social. En tant que producteur, il prend souvent en charge des secteurs économiques stratégiques, comme l'éducation, l'énergie, la communication et la défense, soit parce qu'ils touchent des domaines de biens collectifs¹ ; soit parce que, pour des raisons techniques, la gestion privée de tels secteurs serait défailante².

Dans de nombreux pays en transition, le désengagement de l'Etat dans l'activité économique à travers la privatisation des entreprises publiques a conduit à une forte baisse de la demande de financement auprès du système bancaire. Lorsque la dépense publique est réprimée, la créance nette des banques sur l'Etat va forcément diminuer. En conséquence, il y aura certainement une baisse de création monétaire qui restreint le financement de production et la croissance économique. Cette situation de répression monétaire à cause d'une politique d'austérité budgétaire peut encore être accentuée par une politique monétaire restrictive. Si les autorités monétaires des pays en transition cherchent à maintenir un niveau des taux d'intérêt relativement élevé pour lutter contre l'inflation, cela va non seulement aggraver les difficultés budgétaires de l'Etat mais surtout augmenter le coût de financement pour les entreprises productives. Dans ce cas, l'Etat risque de réduire son niveau de consommation – la dépense publique- pour réduire sa dette. Quant aux entreprises, en produisant la même quantité de biens, elles sont obligées de vendre plus cher pour rembourser le crédit. Sinon, la production n'est plus rentable. Enfin, les ménages se trouvent dans une situation de pénurie des biens de consommation, car l'ensemble des appareils productifs n'est plus en mesure de produire à cause de la répression de moyen de paiements.

Du fait que la créance nette de l'Etat auprès des banques commerciales représente une source importante de création monétaire, l'emprunt intérieur public pour financer la dépense publique peut exercer un effet positif sur la création monétaire en faveur de la production et la consommation de l'économie toute entière. Pour une économie en transition, l'Etat a une responsabilité de maintenir le niveau de création monétaire pour que l'activité économique ne

¹ Des biens dont tous peuvent bénéficier en commun, en ce sens que leur consommation par un individu ne diminue en rien celle des autres individus. Dans ce sens, le fonctionnement stable du système des paiements fait partie des biens collectifs qui doivent être offerts par l'Etat.

² Il en est ainsi des monopoles dont la rationalité dans la fixation des prix désavantagerait la collectivité, la concurrence qui protège le consommateur étant exclue.

soit pas restreinte par la pénurie de moyen de paiements. Malheureusement, peu de gouvernements des économies en transition sont intervenus directement sur le système public de production pour relancer le crédit intérieur. C'est pourquoi la faiblesse du crédit bancaire intérieur a été constatée dans la quasi-totalité des économies en transition et des économies en développement. Leurs Etats, souvent préoccupés par le déficit budgétaire, ont coupé une grande partie des dépenses publiques et privatisé massivement les entreprises publiques. Cela a effectivement amputé la source de création monétaire de l'ensemble des acteurs économiques. Par conséquent, il est difficile de maintenir le niveau de liquidité pour garantir le fonctionnement normal du système de paiements.

En règle générale, le système des paiements d'une économie de marché décentralisée, qui permet d'assurer la sécurité des déposants et la capacité de payer des banques, est fondé sur l'organisation des relations entre la Banque Centrale et les banques de second rang. En Chine, hérité de l'ancien système monobancaire, le réseau des banques existantes a réussi de garantir le système des paiements en accordant un volume important de crédits vers les entreprises publiques non privatisées. Mais les banques de second rang sont très inégalement réparties selon leur activité. Et la discrimination de l'octroi de crédit sectoriel a été un facteur d'aggravation de la démonétisation de l'économie. La capacité des banques à opérer entre elles le règlement des créances de leurs clients, ce qui est un aspect essentiel du système bancaire, demeure l'un des points faibles en Chine. L'ensemble de ces difficultés s'est traduit par des montants très considérables de paiements en attente : les « dettes triangles » (Huang et Yang, 1998)¹.

En effet, l'incertitude sur les délais de règlement facilite la pratique des impayés c'est-à-dire du non règlement des fournisseurs dans les transactions interentreprises². Dans toutes les économies développées existent également des crédits interentreprises avec des délais de paiement. Mais le dysfonctionnement du système de paiement dans une économie en transition entraîne la confusion entre non paiement des créances et délais de paiement. C'est donc à partir d'une insuffisance du crédit au secteur public que s'est maintenue l'une des

¹ Les entreprises publiques chinoises sont devenues de plus en plus endettées auprès des banques et les banques sont contrôlées par le gouvernement. Afin de maintenir les activités des entreprises, le gouvernement donne souvent des ordres aux banques d'octroyer des crédits aux entreprises non performantes ou des projets non rentables, même si les entreprises sont incapables de rembourser même l'intérêt des prêts. En outre, les entreprises se sont aussi endettées entre elles, un phénomène connu sous le nom de « dettes triangles ».

² On peut la mesurer par la part du crédit interentreprises dans le commerce qui devait dépasser les 50% au début des années 1990 en Chine (Yi, 1994).

faiblesses majeures du système de paiement de l'économie en transition, facteur de démonétarisation de l'économie. Le problème des non remboursements a été un facteur aggravant du manque de confiance dans le système de paiement. En conséquence, les impayés, qui invoquent une monnaie privée échappant totalement au contrôle des autorités monétaires, sont le résultat d'un manque de confiance dans le système de paiement qui conduit souvent à la dollarisation ou/et au troc dans les économies en transition.

2) Conséquence de la perte de la souveraineté monétaire

Dans plusieurs économies en transition, le dollar, en tant que principale liquidité internationale, a rempli à la fois la fonction de la monnaie de réserve, celle d'unité de compte et celle de moyen de paiement, c'est-à-dire l'ensemble des fonctions qui définissent la monnaie en circulation dans une économie. Les institutions financières internationales ont procédé à des estimations qui évaluaient, en 1994, la circulation en dollars en Russie au double de la masse monétaire en rouble ou au total de la masse monétaire et de l'épargne liquide en rouble. En résultat, une perturbation du système financier se transforme en une perte de souveraineté monétaire qui met fin à l'autonomie de la politique monétaire du pays concerné. C'est donc le cas de la caisse d'émission qui est appliquée généralement dans les petits pays ou des nations dont l'économie est très faible, qui ont fait ce choix parce qu'il leur permet de commercer à l'international sans avoir à justifier la valeur de leur propre monnaie. En revanche, si la banque centrale perd son pouvoir propre d'émission, la monnaie locale sera émise selon l'entrée de la monnaie de référence dans les comptes de la banque centrale. Les économistes ont sous-estimé le rôle de la souveraineté monétaire pour un pays en transition. Certains, parmi eux, comme Nenovsky (1999), se sont même interrogés pour savoir si une économie en transition a vraiment besoin d'une Banque centrale.

En réalité, l'abandon de l'autonomie monétaire est un sacrifice national majeur et rarement accepté. Par exemple, nous voyons partout que les caisses d'émission cessèrent dans les colonies pratiquement le jour de l'indépendance : la création d'une monnaie nationale affirmait la souveraineté acquise ou retrouvée. Mais en cas de reflux massif de la devise de référence, la masse monétaire se contracte d'autant. Le pays perd alors toute autonomie de politique monétaire et de change : il est obligé de suivre le destin de la monnaie de référence. La domination de la monnaie de référence extérieure peut provoquer une contraction rapide socialement insupportable de la masse monétaire domestique tout en bloquant les transactions.

Si le système de paiement est paralysé par la pénurie de liquidité, le coût de transaction va être très élevé à travers le troc. Nous constatons en Russie, à partir du début 1994, le développement du troc qui implique un autre système de paiement se substituant tout à la fois à l'absence des banques et à l'absence des institutions construisant la “ confiance ” au sein des contrats. Or, nous savons bien que depuis les travaux de Durkheim, la confiance nécessaire au contrat ne saurait trouver naissance dans la relation contractuelle (Durkheim, 1993). Cette dernière n'est jamais auto-fondatrice, et elle ne peut fonctionner que si elle s'appuie sur des institutions – et parfois dans le sens le plus matériel du terme – et sur un système moral, qui n'est autre en réalité que la configuration prise par la légitimité de ces institutions (Marques-Pereira et Théret, 2001). Par exemple, « les Etats cherchent à rendre leur légitimité compatible avec celle de leur politique monétaire qui prend désormais le nom de crédibilité aux yeux du monde financier » (Marques-Pereira, 2000 p.7). Ainsi, les dysfonctionnements du système financier dans les pays en transition nous ont confirmé la crainte des agents économiques sur la solidité du système bancaire et plus généralement sur celle du système financier. Ils ont aussi manifesté le lien organique qui existe entre la confiance nécessaire au fonctionnement du système des paiements et la capacité budgétaire de l'État à être le garant financier.

Car la monnaie ne peut exister sans légitimation politique qui préexiste à tout échange privé : pas d'échange de biens privés sans un bien public (Cartelier, 1995). Plus concrètement, en dépit de son caractère privé dans l'échange, la monnaie est un bien public dans ses fonctions d'unité de compte et de moyen de paiement. Quand il est crédité en monnaie, le titulaire d'un compte doit avoir la garantie d'un paiement réel qui lui permette de sortir de la dette ou d'accroître sa richesse. La qualité de ce paiement suppose l'existence d'un système bancaire efficace, hiérarchisé et contrôlé par une autorité indépendante et supérieure. Rappelons-nous que les banques doivent assurer leur liquidité vis-à-vis de leurs partenaires et cette obligation est garantie en fin de compte par l'intervention de la banque centrale, prêteur en dernier ressort. Si un pays abandonne son autonomie monétaire, sa banque centrale n'est plus capable d'assurer sa tâche du prêteur en dernier ressort.

Au milieu des années 1990, la Banque Centrale de Chine a mis en place la politique monétaire relativement expansionniste pour prévenir la démonétarisation et le crédit bancaire a dominé le financement des entreprises publiques. En fait, les instances internationales ont posé fréquemment à propos de la Chine la question des rapports entre l'État et le système bancaire dans la transition en termes de financement du déficit budgétaire et de séparation des

finances publiques et de la monnaie (Bell et al., 1993). Il s'agit certes là d'un aspect important du rapport de l'État à la crédibilité du système bancaire. En d'autres termes, l'État doit pouvoir assurer la reconnaissance des créances et le paiement des dettes. Cet engagement est attaché à la confiance hiérarchique (Aglietta et Orléan, 2002) dans l'autorité monétaire souveraine qui émet la monnaie et garantit la « valeur » des signes monétaires¹. Si l'Etat lui-même n'arrive pas honorer sa dette à cause du déficit budgétaire trop important, comment les agents privés peuvent faire confiance en la monnaie émise ? Par contre, pendant la période de transition, l'Etat de l'économie en transition a-t-il des moyens de financement pour assurer cette reconnaissance? Ici, il ne s'agit pas que d'une question de volonté, mais surtout d'un problème de capacité financière liée au faible revenu budgétaire. Les gouvernements des pays en transition ont également besoin de moyens de financement fiables. Si ce n'est pas le cas, les pays risquent de retomber dans une crise de dette souveraine qui remet en cause la confiance des agents sur la validité générale de la monnaie locale.

C - Déficit des finances publiques et fragilité du système bancaire

Parmi les nombreuses menaces à la stabilisation du système financier, le déficit des finances publiques en est l'une de plus importantes. Pour maintenir l'équilibre budgétaire public et le niveau d'investissement en maîtrisant la pression inflationniste, l'Etat en transition économique dispose d'une marge de manœuvre très limitée. Du fait qu'un système fiscal performant ne peut être construit dans un court délai, certains pays ont été obligés de compter sur l'afflux des capitaux étrangers et la politique d'austérité budgétaire. Mais ces deux solutions ne sont pas sans risque.

Dans la plupart des économies en transition, dès le début de la transition, la priorité donnée à la stabilisation macro-économique, adoptée sous l'influence des conseillers du F.M.I, s'est traduite par une contraction continue des dépenses publiques. Mais certains pays, en dépit des politiques d'austérité budgétaire répétées, n'arrivent toujours pas à équilibrer leurs comptes publics. Parce que la cause fondamentale du problème se trouve dans la partie ressource plus que dans la partie emploi. En Russie, par exemple, le taux de recouvrement des

¹ Il y a confiance hiérarchique quand une monnaie est acceptée parce que la crédibilité de ses émetteurs est garantie par un pouvoir collectif, à l'échelle de la communauté de paiement, qui inspire confiance.

impôts a stagné autour de 65%. Cette chute des ressources s'est traduite par une montée rapide des impayés fiscaux, tant au budget fédéral qu'aux budgets locaux. Ces arriérés qui représentaient près de 4,8% du PIB en octobre 1996 atteignaient en août 1997 6,8%. (Sapir, 2001).

1) La controverse du déficit budgétaire et de la politique d'austérité budgétaire

En fait, même dans les pays développés dont les systèmes fiscaux sont plus performants que dans les économies en transition, leurs Etats n'arrivent pas à couvrir leurs dépenses avec les recettes fiscales, de la vente des biens et services publics, et sont obligés de recourir à l'emprunt intérieur ou extérieur. Le cas du déficit budgétaire dans les économies modernes est plutôt fréquent. Les gouvernements ont toujours tendance à fonctionner au-dessous de leur moyen fiscal, car l'opinion publique et le parlement en attendent davantage sans vouloir à consentir les sacrifices correspondants, un accroissement de l'impôt, par exemple. Ainsi, le déficit public est un objet de vives controverses. Derrière son apparence défavorable, il représente une façon d'hypothéquer la crédibilité nationale. C'est pourquoi l'emprunt extérieur ne se justifie pas que quand les possibilités d'endettement intérieur sont épuisées. Parce que si l'Etat se finance à l'intérieur, le déficit budgétaire peut présenter plusieurs avantages. Le premier, c'est qu'en réduisant la pression fiscale, l'Etat allège la charge des citoyens contribuables et s'oblige à être plus attentif à l'emploi des ressources qui lui sont confiées, car il devra les rembourser et payer les intérêts. C'est donc un moyen qui est de nature à mieux « discipliner » l'Etat. Deuxièmement, sous forme de bons du Trésor, d'emprunt à court terme, l'endettement intérieur est un instrument important de politique économique qui permet d'intervenir sur les marchés financiers et monétaires afin de les stabiliser et les orienter dans un sens souhaité. Puisque les créances de l'Etat auprès des banques commerciales représentent une source importante de création monétaire, l'absence de dette publique intérieure, souvent constatée dans beaucoup de pays en développement, empêche les gouvernements concernés d'influencer la masse monétaire et les circuits financiers.

Malheureusement, suite aux recommandations du F.M.I favorable à l'appel au marché financier, la plupart des gouvernements des économies en développement et en transition ont voulu avant tout émettre des bons du Trésor sur les marchés financiers internationaux comme un instrument efficace pour maintenir l'équilibre budgétaire et contre l'inflation. Les émissions des obligations s'inspirent de références théoriques d'obédience néoclassique,

notamment monétariste et ont été appliquées dans plusieurs pays en développement (Bruno et al., 1988). En résultat, la capacité à émettre des emprunts sur les marchés internationaux devenait cruciale pour l'équilibre financier au quotidien des économies en transition. Cependant, l'internationalisation de la dette interne pose un nouveau problème du risque de change dans le cas où les réserves de change de la Banque Centrale sont inférieures aux engagements des non-résidents sur le marché financier. Dans la crise de 1998 en Russie, à cause de l'absence, puis de l'insuffisance du contrôle des changes, ces comportements spéculatifs sur le marché des obligations ont entraîné la chute libre du rouble.

Les difficultés apparues dans la politique de stabilisation financière sont imputables pour l'essentiel à la défaillance de l'État. Le recours aux marchés financiers internationaux ne pouvait être qu'un expédient, car l'absence de maîtrise des finances publiques provoquée par l'incapacité de l'État à percevoir ses recettes fiscales est à l'origine de l'obstacle majeur à une stabilisation monétaire durable: l'expansion de la dette extérieure et la charge des intérêts qui en découle jusqu'au moment où les ventes de titres d'Etat sur le marché secondaire provoquent une crise des finances publiques. Prenons quelques exemples des crises financières dans les pays en développement. Dans les années 1980, après la crise du Mexique, certains pays latino-américains et asiatiques n'ont plus accès aux crédits internationaux, sauf s'ils signent une « lettre d'intention » avec le F.M.I. De ce fait, ils sont obligés de financer une partie du service de leur dette à partir de leurs ressources intérieures. Cela implique qu'ils doivent maintenir leur excédent commercial par la dévaluation de leur monnaie et promouvoir une politique d'austérité pour de nombreuses années suivantes.

En effet, une politique d'austérité budgétaire se traduit généralement par une réduction drastique des dépenses sociales (éducation, santé, logement, infrastructures) qui ne sont pas rentables à court terme. A cela s'ajoute des licenciements de fonctionnaires et la réduction des salaires afin de renforcer les exportations pour avoir plus de devises. Tandis que la libéralisation des mouvements de capitaux a facilité l'afflux de capitaux étrangers, elle a permis aux classes riches domestiques de placer leur épargne à l'étranger, renforçant ainsi la demande de devises étrangères et la dépendance financière des pays endettés. Les privatisations imposées, si elles permettent de réduire le déficit budgétaire, participent au mouvement de démonétisation des pays. Symétriquement, la politique monétaire restrictive, basée sur des taux d'intérêt réels élevés, permet d'attirer des capitaux internationaux qui s'avèrent être largement spéculatifs. L'investissement intérieur est découragé car les coûts sont trop importants et la rentabilité plus qu'aléatoire, ce qui a des répercussions sur le niveau

de la production nationale. L'absence d'investissements publics permettant notamment d'améliorer les infrastructures aggrave la situation. De plus, des taux d'intérêt élevés augmentent la charge de la dette publique interne de l'Etat et creusent le déficit budgétaire que l'on est censé résorber, d'où une nouvelle vague de réduction des dépenses publiques. Au total, la raréfaction des moyens financiers qui en résulte fait monter les taux d'intérêt qui alourdissent les charges des entreprises et tend à tirer encore le niveau de production vers le bas. Ce dont l'économie a besoin, c'est du nouveau crédit (une création monétaire supplémentaire) qui suscite une demande effective neuve adressée aux entreprises qui attendent d'être mobilisées. Celle-ci n'est possible que si le système bancaire et le Trésor (le gouvernement) réagissent simultanément.

2) La force de la Banque centrale

La Banque centrale et le Trésor représentent l'Etat dans sa fonction monétaire ou financière. Comparé aux mesures fiscales qui réduisent la consommation des ménages pour accroître le revenu de l'Etat, la politique monétaire de la Banque centrale a plus d'influence sur l'activité économique du pays. Comme les ménages ont la faculté de demander plus de crédit à la consommation, les entreprises peuvent aussi recourir au crédit à la production, moyen privilégié de création monétaire dans le système de production. Ainsi, les taux d'intérêt, qui déterminent les charges financières des entreprises, n'ont aucune raison de s'élever pour deux raisons. Premièrement, les banques commerciales n'ont plus besoin de restreindre leurs crédits. Il leur suffit d'emprunter à leur tour à la Banque centrale. Deuxièmement, une fois les banques ont recours au revenu des ménages pour souscrire les emprunts du Trésor, l'épargne transitant au sein du système financier va s'accroître sans que leurs avoirs monétaires en soient affectés, du moment que les portes du crédit à la consommation sont ouvertes aux ménages. Quand le Trésor aura dépensé son dépôt auprès des banques commerciales, les ménages se retrouvent avec à la fois plus de monnaie et plus de titres qu'avant. Il existe aussi une autre façon plus simple, c'est que pour relancer l'économie supposée en état de sous-emploi massif ou de sous-utilisation de l'appareil productif, le Trésor peut demander directement de la monnaie fiduciaire à la Banque centrale et la dépenser.

C'est pourquoi, la Banque centrale, qui dispose d'un pouvoir (indirect, certes) d'émettre de la monnaie légale et fiduciaire, non susceptible de refus en règlement d'une dette, joue un

rôle primordial pour déterminer le niveau d'activité du pays. Puisque sa politique monétaire détermine le volume de crédit et le niveau d'endettement public, l'importance des banques commerciales dans le financement des activités économiques doit être relativisée. Que le statut des banques commerciales soit public ou privé n'y change rien. Autant ce sont la Banque centrale (de par sa politique monétaire) et le gouvernement (de par sa politique fiscale et de dépenses publiques) qui affectent grandement le volume global de la monnaie, autant il revient aux banques commerciales d'en assurer la répartition du crédit, laquelle est en même temps celle des droits *a priori* sur la production qui suivra. Elles sont effectivement la voie d'entrée de la monnaie neuve dans le système économique. Ce sont les ménages et les entreprises qui ont l'initiative du crédit, car ce sont eux qui le demandent. Mais ni les uns ni les autres n'ont accès directement auprès de la Banque centrale : ils s'adressent aux banques commerciales qui, à leur tour, se refinancent auprès de la Banque centrale.

Par conséquent, la privatisation des banques publiques et la politique monétaire restrictive de la Banque centrale dans les économies en transition ont principalement des effets destructifs sur leur relance économique. Par ailleurs, il apparaît qu'autant la banque centrale en transition a contenu avec la plus extrême rigueur la liquidité bancaire, autant elle n'a pas trouvé de solutions efficaces dans le contrôle prudentiel des banques. Car le système bancaire des économies en transition était *a priori* structurellement fragile. Les banques qu'elles soient anciennes ou nouvellement créées se caractérisaient par un très faible niveau de fonds propres. Une recapitalisation du bilan bancaire est sans doute inévitable dans une économie passant brutalement du système de monobanque (la même institution est à la fois Banque Centrale, Institut d'émission et ensemble du système de crédit) à un système de banques privées à l'occidental. Par conséquent, bien qu'elle soit bien mise en place et progressivement renforcée au niveau des ratios prudentiels concernant notamment le rapport capital/actifs liquides, la capitalisation des banques reste très insuffisante lors de leur création. Au total, l'absence de possibilités de refinancement auprès de la Banque Centrale, qui résultait de la mise en œuvre d'une politique monétaire extrêmement restrictive à des fins de lutte contre l'inflation, accentuait la pénurie du crédit bancaire.

C'est pourquoi la fragilité financière des banques, liée à la fois à leur sous-capitalisation et à un portefeuille contenant des créances douteuses, semble être une fausse alerte. Si la Banque centrale « réprime » la demande de refinancement des banques commerciales, la vulnérabilité du bilan des banques les conduisait tout naturellement à des prises de risque relativement importantes afin d'engendrer un flux de profits suffisant pour compenser leur

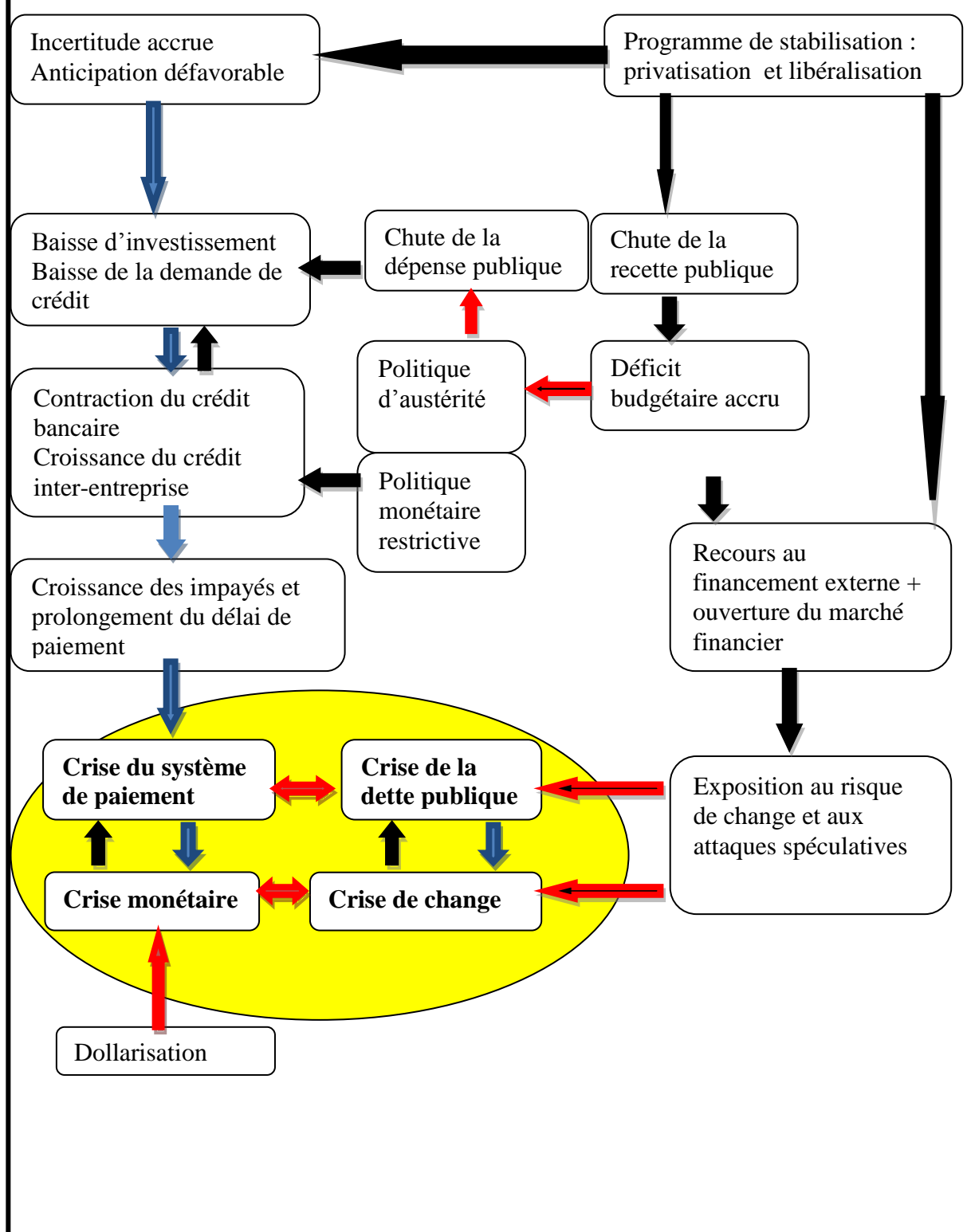
faiblesse en capital. Une telle situation permet de comprendre pourquoi les métiers traditionnels de la banque, et en particulier le crédit aux activités économiques productives à moyen et long terme, étaient particulièrement sous-développés dans les économies en transition. Les banques tiraient leurs ressources, dont elles avaient besoin compte tenu de la nature de leurs portefeuilles et la difficulté de refinancement auprès la Banque centrale, pour la plus grande partie d'activités à court terme sur les marchés financiers. Cette dépendance structurelle, surtout pour les banques privatisées ou nouvellement créées, avait des conséquences immédiates et importantes sur leurs comportements.

Enfin, on peut résumer qu'au sein du système bancaire, les missions sont bien distinctes. Le Banque centrale détermine le niveau général de la production et des revenus, tandis que les banque commerciales en déterminant d'avance les titulaires après la décentralisation des décisions de production. Bien que la gestion monétaire ne soit pas une tâche simple, il ne serait pas légitime que le système bancaire confisque trop de gains associés à la fourniture du moyen de paiements au système économique. Autrement dit, même si le fonctionnement stable du système de paiements a sa propre particularité en tant que service public, le système bancaire tout entier, c'est-à-dire la Banque centrale et les banques commerciales, ne doit pas être gérée comme une société anonyme privée inspirée uniquement par un esprit de profitabilité.

De ce fait, la nationalisation des banques commerciales peut permettre de redistribuer les ressources économiques en changeant les orientations du crédit. Tandis que la fiscalité joue un rôle de recentralisation – redistribution du revenu national, le système bancaire dispose d'un pouvoir important pour guider préalablement la production en octroyant le crédit bancaire. Dans une économie en transition dont les banques commerciales étaient très fragiles selon les critères de la réglementation bancaire internationale, la privatisation des banques publiques risque de mettre en danger l'ensemble du système de paiement du pays. Du fait que la demande du crédit bancaire au secteur privé était généralement très faible au début de la transition économique, les banques privées seraient obligées de chercher à prendre plus de risques afin de maintenir leur niveau de profitabilité. Dès que leur aversion au risque augmente après de plus en plus de défauts de remboursement, les banques vont mettre en œuvre le rationnement du crédit qui, par conséquent, ne favorise pas non plus l'accroissement du crédit bancaire. D'une manière ou d'une autre, la privatisation des banques publiques ne fait qu'aggraver la pénurie de moyens de paiement dans le système financier du pays concerné. Si dans ce cas, les autorités continuent de mettre en place une politique d'austérité

budgétaire et une politique monétaire restrictive, une crise financière peut sans doute éclater rapidement et se transformer en récession économique (voir la figure 1).

Figure 1: la trajectoire du développement de la crise financière et monétaire dans une économie en transition



D - Deux scénarios de transition financière à comparer

L'expérience de transition économique de nombreux pays post-socialistes nous donne deux pistes de réflexion. Dans le scénario russe, cette économie en transition a d'abord souffert d'une crise d'illiquidité à cause du dysfonctionnement du système des paiements lié à la contraction de crédit bancaire. Parallèlement, pour objectif de lutter contre l'inflation, une politique monétaire restrictive l'investissement et la production à la fois publique et privé. L'imperfection du système fiscal met en difficulté les finances publiques et l'Etat est obligé de recourir au financement étranger à travers l'émission des dettes publiques. Mais l'internationalisation des dettes internes met en danger la stabilité du taux de change en cas de forte spéculation sur les titres publics. Tout cela provoque ensuite une crise de confiance sur la valeur de la monnaie domestique. Par conséquent, une crise de financement interne se transforme en une crise de change et entraîne très probablement une perte de souveraineté monétaire du pays concerné.

Dans le deuxième scénario, si une économie en transition, comme la Chine, veut maintenir son niveau d'investissement en accordant un volume important du prêt bancaire, elle doit absolument conserver et puis restructurer une grande partie de son secteur public, parce que ce dernier présente à la fois une source principale de création monétaire et une partie importante de ses recettes publiques surtout dans la première période de la transition économique. Ainsi, l'Etat en transition ne peut mettre fin à des contraintes budgétaires souples pour les entreprises d'Etat ; et la banque centrale doit maintenir le financement des entreprises étatiques moins performantes. Parce que ces créances publiques représentent une grande offre de la monnaie dans le système de paiement domestique. En résultat, elle n'arrive pas à trouver de solutions efficaces dans le contrôle prudentiel des crédits bancaires. Ces crédits accordés pour la raison non commerciale se transforment très probablement en créance douteuse voire irrévocable dans les années à venir. Par contre, si nous l'interprétons différemment, les prêts « *non performants* » peuvent être considérés comme des subventions publiques destinées à assurer la continuité des entreprises publiques¹.

En fait, les risques du dysfonctionnement du système des paiements et du déficit public sont moins présents en Chine que dans les autres pays en transition. Mais cela ne signifie pas que les réformes financières chinoises sont achevées. Dès le début de la réforme économique,

¹ Nous reviendrons sur ce point dans la deuxième partie qui analyse la stratégie de surliquidité chinoise.

l'économie chinoise est passée du régime de financement budgétaire à celui de l'autofinancement quasiment généralisé. Puisque les entreprises privées n'existent pas l'ancien régime financier planifié, l'autofinancement représente leur principal moyen de financement pendant très longue année. Par contre, dans le secteur public, comme les entreprises d'Etat profitent toujours des privilèges de financement bancaire, la performance économique chinoise a été critiquée au titre de surinvestissement public et d'inefficacité financière (He, 1999 ; Wang, 2004).

Ces critiques sont à l'origine d'une observation paradoxale: d'une part, le secteur privé en Chine souffre globalement de l'insuffisance du financement externe, alors qu'avec un taux d'épargne très élevé, le secteur bancaire chinois dispose de liquidités abondantes qu'il ne parvient pas à employer d'une manière efficace ; d'autre part, les entreprises publiques ont drainé une grande partie du crédit bancaire avec des taux d'intérêt de « bonus », alors que leur faible rentabilité soulève de temps en temps des inquiétudes des créances douteuses dans les bilans bancaires. En revanche, vingt ans après, les entreprises publiques et privées chinoises ont maintenu une croissance de production remarquable avec leur condition d'accès au crédit très inégalitaire. Par sa persistance, le paradoxe dépasse un simple phénomène conjoncturel, laissant à penser que le problème structurel de financement est celui de l'intermédiation financière et qu'il puise ses origines dans l'histoire institutionnelle de l'économie chinoise.

Dans la section suivante, nous cherchons à comprendre cette situation paradoxale et à présenter la trajectoire des réformes financières chinoises, en analysant les problèmes de financement du point de vue institutionnel.

II - Transformation institutionnelle du système financier chinois

La trajectoire de la transition financière chinoise partage certains points communs avec ce qui se passe dans les autres pays postsocialistes. Avec le démantèlement progressif de l'appareil planifié et la généralisation des échanges marchands qui s'imposent à l'ensemble des agents économiques, y compris aux entreprises étatiques, le processus de transition économique chinoise vers une économie socialiste de marché est fortement avancé. En tenant compte du caractère pragmatique et adaptatif de la transition chinoise, la mise en place des institutions qui devrait accompagner ce mouvement de transformation a pris un rythme relativement lent. Par contre, les anciens pays communistes d'Europe de l'Est se sont lancés dans des politiques qui se voulaient plus radicales et ont, au départ, accordé beaucoup d'importance à l'instauration des institutions propres à une économie concurrentielle. Mais cette transposition institutionnelle simplifiée n'a pas porté une croissance économique stable. Il ne faut pas négliger les risques de déstabilisation résultant de l'abolition trop brutale du monde antérieur de régulation de l'économie qui, en dépit du gaspillage qui lui était inhérent, avait sa propre cohérence. Rappelons-nous que l'objectif de cette partie, au lieu de juger d'un « bon » modèle de transformation économique et financière, est de mettre en lumière les expériences de la résolution des difficultés pendant la transition financière chinoise.

Avant d'évaluer la procédure des transformations du système financier chinois, il est nécessaire de mettre en lumière certaines spécificités institutionnelles de l'économie chinoise en transition. En effet, les grands changements du mode de fonctionnement économique se répercutent clairement sur la trajectoire des réformes financières chinoises. La solidité des nouvelles institutions dans le système productif détermine le niveau de développement du système financier ; et ce dernier, à son tour, influence la croissance économique en Chine.

A - L'évolution institutionnelle de l'économie chinoise en transition

La spécificité gradualiste de la transition économique en Chine s'est d'abord manifestée au niveau microéconomique. Un facteur essentiel de la croissance de l'économie pendant de nombreuses années se concrétise sur la levée des barrières à l'entrée dans les différents secteurs. Dans un premier temps, les entreprises étatiques ont été tenues à l'écart du mouvement des réformes. Mais avec l'ouverture aux investissements directs étrangers et

l'émergence des entreprises privées échappant à la planification, une dynamique nouvelle a été mise en œuvre et s'est étendue ensuite au secteur étatique lui-même.

En règle générale, il fallait s'attendre à ce que cette évolution institutionnelle s'accompagne d'une redéfinition des droits de propriété, d'une législation appropriée qui se serait imposée aux agents de façon uniforme et impartiale dans leurs activités de production et d'échanges. Pourtant, les droits de propriétés restent mal définis et les marchandages continuent à présider aux arrangements entre les agents économiques.

Toutefois, sur le plan micro-économique, l'absence d'institutions formelles a été en partie compensée par la réactivation des institutions informelles (liens familiaux, formes traditionnelles de résolution des conflits). Mais l'ambiguïté de confusion des droits de propriétés a entravé la construction d'un système fiscal efficace. Du fait que l'imperfection du système fiscal a accru le déficit budgétaire, l'Etat était obligé de compter sur l'amélioration de la performance des entreprises publiques pour récompenser sa baisse de recette budgétaire. Ainsi, sur le plan macro-économique, les institutions propres à la régulation de l'économie sont mises en place avec beaucoup de difficultés car le gouvernement s'est dessaisi de bon nombre de ses instruments de contrôle direct sur l'économie. Cela s'est traduit par des phénomènes cycliques d'une amplitude croissante, une surchauffe excessive qui, depuis trente ans, a entraîné périodiquement des plans de stabilisation dont les effets sur l'économie sont très sévères.

En Chine, les problèmes de la régulation macro-économique, du financement de l'économie et du rôle de la monnaie se posent en des termes radicalement nouveaux par rapport à la situation qui prévalait avant les réformes. C'est difficile de faire de distinctions significatives entre le secteur public et le gouvernement car la quasi-totalité des recettes des entreprises était créditée au budget qui, en contrepartie, procédait sous forme de dotations budgétaires au financement du capital circulant et des investissements en capital fixe. Dans l'ancien régime de financement, l'Etat planificateur disposait donc, en principe, d'un contrôle direct sur l'épargne et l'investissement. Avec la généralisation des relations marchandes, l'apparition de nouveaux agents économiques qui échappent au plan et l'autonomie croissante accordée aux entreprises étatiques, les réformes ont débouché sur une restructuration radicale des flux financiers. Alors qu'auparavant la quasi-totalité de l'épargne était d'origine gouvernementale, celle-ci ne représente aujourd'hui plus que 6% du total¹ ; en revanche la

¹ Selon les rapports annuels du Bureau statistique chinois entre 1996 et 2011.

part des ménages se monte à 52%, et celle des entreprises (les fonds dont elles ont désormais la libre disposition) est de 42 %. Les entreprises du secteur étatique étaient ensuite en mesure d'autofinancer une partie de leurs investissements. Pour le complément, à défaut des dotations budgétaires qui leur étaient préalablement accordées, elles sont dans l'obligation de trouver d'autres moyens de financement et en particulier de recourir au secteur bancaire où elles se trouvent en concurrence avec le secteur non étatique dont les besoins de financement se font de plus en plus pressants.

Par contre, du côté de l'offre, les banques sont amenées à jouer un rôle d'intermédiation d'autant plus important que les autres formes de financement direct (actions, obligations) restent limitées et que les possibilités dont disposent les ménages pour placer leur épargne sont très restreintes. En résultat, l'abondante épargne des ménages permet au système bancaire chinois de la mobiliser à moindre coût pour financer l'investissement et la production en Chine.

Alors que dans l'ancien système, le rôle de la Banque centrale se limitait pour l'essentiel à servir de caissier au gouvernement en conformité avec les objectifs quantitatifs fixes par le plan, la monnaie joue désormais un rôle actif après la réforme économique chinoise. La Banque Centrale de Chine a pour fonction de maintenir le pouvoir d'achat de la monnaie, ce qui implique qu'elle doit maîtriser les nouveaux instruments de la politique monétaire au lieu d'un simple encadrement des crédits accordés à l'économie à travers les banques de second rang.

Les structures administratives et légales compatibles avec ce nouveau mode de fonctionnement de l'économie se mettent progressivement en place. Les recettes gouvernementales se reposent désormais sur un système de prélèvements fiscaux, directs et indirects, qui s'est substitué lentement à l'ancien mode d'affectation au budget des bénéfices des entreprises étatiques. Des institutions financières dont la fonction est d'orienter le capital dont disposent les agents avec capacité de financement, en premier lieu les ménages, vers ceux qui ont des besoins de financement, ont émergé mais elles fonctionnent encore imparfaitement.

Certaines imperfections sont temporaires et ont peu impact sur la stabilité financière et monétaire en Chine. Mais d'autres, comme les déficits budgétaires, le dysfonctionnement de système de paiement etc., essentiellement observées dans les autres pays en transition,

menaçant le fonctionnement quotidien du système financier, doivent être prises en compte d'une manière plus sérieuse.

B - Les déficits budgétaires : origine, développement et solution

Pour mieux comprendre la cause du déficit budgétaire, il faut qu'on revienne sur la décentralisation des décisions économiques - le premier signe du démantèlement progressif de l'appareil planifié en Chine.

1) Le partage des ressources entre le centre et les régions

Le premier changement institutionnel provient d'une volonté purement politique: la décentralisation du gouvernement au niveau régional. Bien que la Chine soit *de jure* un Etat centralisé, elle fonctionne *de facto* à de nombreux égards comme un Etat fédéraliste. Cette première tentative de fédéralisation dans le domaine politique est une condition préalable pour restaurer un système économique décentralisé (Weingast et al., 1995). Dès 1979, la Chine a commencé à déléguer l'autorité du gouvernement du niveau central au niveau local. Ce dernier comprend les provinces, les villes, les communes et les villages. Les gouvernements locaux supervisent environ les trois quarts des entreprises de l'État en termes de production industrielle, et ont également la responsabilité majeure des investissements fixes de l'Etat.

En ce qui concerne le fonctionnement des finances publiques, le revenu consolidé de l'Etat est auparavant ventilé entre centre et localités selon des modalités qui étaient sans grande portée tant que le pouvoir central prétendait maîtriser globalement la mobilisation des ressources et l'affectation des dépenses. Le mouvement de décentralisation qui, à partir de 1988 a visé à responsabiliser les régions, s'est concrètement traduit par un système de contrats stipulant les règles de la répartition verticale des charges et des recettes entre les différents niveaux. Ce modèle est similaire à celui qui préside aux relations entre l'administration fiscale et les entreprises publiques; il en partage donc bien des défauts. Il y a six types de contrats qui, sous des modalités diverses, fixent des quotas de recettes fiscales que les gouvernements locaux doivent reverser au pouvoir central (ils ont alors la libre disposition des excédents), les règles de partage a des taux variables de certains impôts entre les différentes parties et les engagements du gouvernement central de financer certaines dépenses locales et de redistribuer des ressources vers les régions les plus défavorisées. Une fois effectués les

transferts dans les deux sens, les budgets à tous les échelons devraient être équilibrés et, en cas de déficit, le gouvernement devrait puiser sur ses fonds extrabudgétaires.

Les faiblesses du modèle sont immédiates. Elles sont d'abord liées à l'absence de bases objectives, une bonne marge d'arbitraire laissant le champ ouvert aux marchandages dont tirent principalement profit les régions qui disposent du plus grand pouvoir économique. Mais surtout, étant donné que l'essentiel des versements obéit à des quotas rigides, les revenus qui remontent au gouvernement central sont très inélastiques - si bien que la part de ce dernier dans le montant des recettes budgétaires n'a cessé de diminuer: 59% en 1978 mais seulement 41 % en 1993. Il en résulte un rétrécissement des transferts transitant par le centre (0,69%, du PIB en 1989 contre seulement 0,16 % en 1992 puis 0,03 % en 1993) qui se traduit par une difficulté à financer les infrastructures d'intérêt national et limite considérablement la portée d'une politique de redistribution. Le gouvernement central qui n'est plus en mesure de faire face à ses propres dépenses se trouve dans l'obligation, comme on le constate dans la plupart des économies en développement, de recourir à la Banque Centrale et au système financier par l'émission de Bons du Trésor.

a) Le déclin des ressources budgétaires

Les réformes dans les années suivantes reprennent sur un certain nombre de points des mesures qui avaient déjà été annoncées en 1984 (c'est à-dire substitution d'une imposition de nature fiscale aux prélèvements directs sur les profits). Il s'agissait en effet de définir des règles claires d'imposition qui s'appliqueraient uniformément à toutes les entreprises, quel que soit le type de propriété. En raison de la disparité des taux de profit sectoriels et de l'extrême diversité des conditions financières des entreprises d'Etat, ce projet était prématuré et cette réforme n'est jamais entrée en application. Nous sommes alors revenu à des discussions au cas par cas portant sur le montant des prélèvements, ce qui s'est traduit durant les années suivantes par la généralisation d'un système de contrats qui s'est accompagnée de marchandages permanents entre l'administration au niveau central mais surtout local et les firmes prises individuellement, d'autant plus que les modifications rapides de l'environnement économique (réforme des prix, inflation, fluctuations cycliques) conduisaient à de fréquentes renégociations de ces contrats.

Ce système de contrats de responsabilité concernait plus de 90 % des entreprises publiques de taille grande ou moyenne. D'une durée en général de cinq ans, ils fixaient les

montants des profits qui devaient être versés au gouvernement sur la base des surplus dégagés l'année précédant la signature. Les profits en excédent de ces quotas étaient laissés à la disposition de l'entreprise ou étaient taxés à un taux relativement faible. Si les résultats d'une firme étaient insuffisants pour satisfaire à ses engagements, elle devait en principe prélever sur ses réserves. Il est bien évident que le modèle fonctionne de façon asymétrique et conduit à un cycle vicieux. Les entreprises en difficulté se trouvaient en définitive exemptées de tout prélèvement fiscal et continuaient même de bénéficier de subventions d'exploitation, alors que les entreprises bénéficiaires s'en tenaient évidemment strictement aux engagements planifiés et étaient parfois en mesure d'accumuler des réserves considérables, ce qui ne pouvait se traduire que par une baisse de la part des revenus budgétaires dans le PIB.

En outre, la corruption et l'évasion fiscale sont inhérentes à ce mode d'imposition. Ce phénomène a été aggravé par le fait que le gouvernement central, ne disposant pas de sa propre administration fiscale, est tributaire des fonctionnaires des gouvernements locaux qui ont la double responsabilité de négocier les contrats avec les entreprises sous leur tutelle et de procéder aux prélèvements. Ainsi, bien que les grands principes de la politique fiscale soient décidés au niveau central, c'est concrètement dans chaque province que sont fixés les taux effectifs d'imposition. Il y a une étroite imbrication entre les gouvernements locaux et les entreprises qui sont sous leur tutelle ; le mouvement de décentralisation donne aux premiers des charges croissantes auxquelles ils ne peuvent faire face qu'en s'appuyant sur les recettes dégagées par les firmes qu'ils supervisent. Ces dernières comptent aussi sur l'administration locale pour bénéficier d'un certain nombre de services, soutenir par exemple leurs demandes de crédits auprès des banques et plus généralement mobiliser au niveau local le maximum de ressources. Les deux parties sont bien conscientes de la communauté d'intérêts qui les unit ; l'administration fiscale, dont le personnel bénéficie d'importants avantages sociaux (logements, santé, etc.), est évidemment très sensible aux pressions qui peuvent s'exercer sur elle.

Tirant profit de la décentralisation, les gouvernements locaux sont incités à détourner des ressources d'origine budgétaire vers les fonds extrabudgétaires afin d'échapper au contrôle du gouvernement central et de les orienter vers des projets dont ils peuvent retirer des avantages immédiats. Nous assistons donc à une véritable collusion entre ces différents pôles, aux dépens des objectifs fixés par le centre. Enfin les entreprises d'Etat, qui fournissaient l'essentiel des ressources budgétaires, ont vu leurs profits s'effriter à la suite de la réforme des prix et de la concurrence à laquelle elles sont désormais exposées avec l'apparition sur les

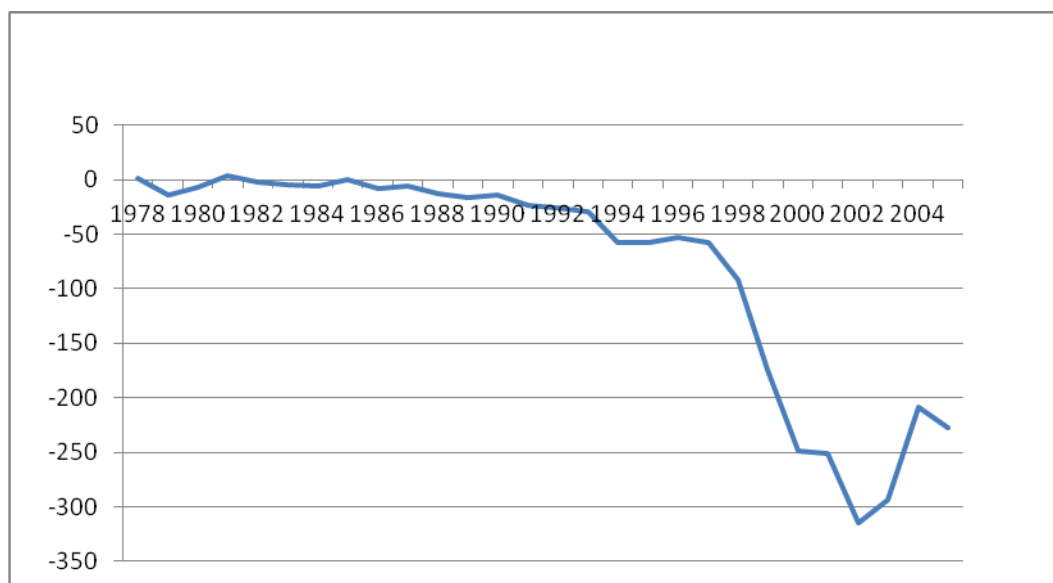
marchés de nouveaux producteurs en dehors du cadre planifié. Leur contribution au budget, qui était de 41,8 % (soit 11,45 % du PIB) en 1983, est tombée à 13,7 % (seulement 2,14 % du PIB) dix ans plus tard. En résultat, la part des ressources gouvernementales dans le PIB n'a donc cesse de diminuer : entre 1978 et 1994, elle est passée de 34% à 13%.

La contraction du budget de l'Etat a eu pour corollaire un gonflement rapide des fonds extrabudgétaires dont le montant dépasse celui des recettes budgétaires. Ces fonds sont de deux types selon la nature des bénéficiaires. Les premiers correspondent aux recettes prélevées par les gouvernements locaux et unités administratives qui ne sont pas comptabilisées dans le budget public (ils représenteraient aujourd'hui environ 4% du PIB, soit 25 % des recettes budgétaires). Les seconds sont plus importants : ils s'agissent des ressources conservées par les entreprises étatiques elles mêmes, ce qui représente 12% du PIB. Le gouvernement s'est longtemps efforcé d'en codifier les usages en fixant des normes de répartition (amortissement, innovation, primes, etc.) Mais les entreprises d'Etat prennent beaucoup de liberté avec ces règles et comme elles demeurent encore très dépendantes de l'administration locale, la destination entre les deux types de fonds est souvent plus formelle que réelle.

b) Le déficit budgétaire accru malgré la baisse des dépenses publiques

Le désengagement de l'Etat dans le contrôle direct du financement des investissements s'est traduit par une contraction de la part du budget dans le PIB. Dans la même période, les dépenses gouvernementales qui sont passées de 35 % du PIB en 1971 à 15% seulement en 1994 n'ont pas diminué dans les mêmes proportions que les recettes. Par conséquent, le déficit n'a cessé de croître.

Graphique 19 :L'évolution des déficits budgétaires chinois (en milliard de yuan)



Source : A partir des données fournies par le Bureau statistique de la Chine en 2010, disponibles à l'adresse <<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/>>

Les dépenses courantes du gouvernement sont restées à un niveau relativement stable durant la période des réformes (environ 10% du PIB). L'Etat a fait des économies dans le domaine de la défense nationale¹; mais dans le même temps les subventions inscrites au budget diminuaient (8,2 % du PIB en 1981 contre 1,5% en 1994) et le financement des investissements était pour une large part reporté sur le système bancaire (les dotations budgétaires aux investissements qui comptaient pour 16,2% dans le PIB en 1978 n'en représentent plus que 2,7 % en 1994).

Dans les paragraphes précédents, nous avons vu que la décentralisation est en partie responsable de l'aggravation de ce déficit. La Commission d'Etat de la planification² décide des investissements prioritaires mais ce sont les gouvernements locaux qui ont le pouvoir de rendre ce plan effectif puisqu'ils contrôlent la majorité des entreprises étatiques, et leurs priorités peuvent diverger de celles de la Commission. Ils ont plutôt tendance à développer des activités susceptibles de dégager des recettes locales immédiates; ils se lancent aussi dans des opérations spéculatives et poursuivent des objectifs d'autonomie économique relativement

¹ Entre 1978 et 1994 les dépenses militaires inscrites au budget sont passées de 5,6% du PIB à 1,3%.

² Elle représente l'organe national qui détermine la politique économique au niveau central.

aux autres provinces, ce qui a pour conséquence de réduire les avantages comparatifs potentiels qui résulteraient des spécialisations régionales. La course au surinvestissement au niveau régional est d'autant plus intense que les risques encourus par les entreprises publiques elles-mêmes sont faibles puisqu'ils sont reportés sur le corps social tout entier, notamment par le recours au système bancaire.

La plupart des économistes considèrent que la principale difficulté à laquelle sont confrontés les dirigeants chinois réside dans les déficits des entreprises étatiques dont près de 50 % ne seraient en mesure d'assurer leur équilibre financier à cause du manque de contrainte budgétaire stricte (Vahabi, 1995; OCDE, 2002). Par conséquent, le montant réel des subventions destinées à couvrir les pertes des entreprises déficitaires est supérieur au chiffre qui apparaît dans le budget car ces entreprises tirent aussi profit des aides à l'investissement et de crédits bancaires à des taux bonifiés. L'évaluation de l'assistance dont elles bénéficient de façon directe ou indirecte est donc délicate. Il n'est pas en soi significatif que les subventions explicitement inscrites au budget aient diminué, car il est difficile de les distinguer des dotations aux investissements planifiés parfois utilisés à d'autres fins. Par ailleurs, les prêts « politiques » à long terme des grandes banques d'Etat qui financent en réalité le capital circulant sont souvent non remboursés et peuvent être assimilés à des subventions.

C'est la raison pour laquelle le chiffre officiel du déficit tel qu'il apparaît au budget (entre 2.1 % et 2.5 % du PIB dans la première période des réformes 1979-1994, ce qui peut paraître modeste) ne traduit pas les besoins réels de financement du gouvernement. Il convient d'y inclure les prêts « politiques » destinés à financer les dépenses gouvernementales non budgétaires: investissements en capital fixe des projets stratégiques, financement des aides à l'agriculture et à la modernisation des entreprises étatiques, ce qui représenterait entre 60% à 80% des prêts bancaires au système financier. Le déficit consolidé gouvernemental, somme du déficit budgétaire et des prêts bancaires à finalités politiques, n'aurait cessé de croître et serait compris, en 1993, entre 7 % et 8% du PIB (Fan, 2004).

2) Les deuxièmes réformes institutionnelles en 1994

Après une première phase marquée par la décentralisation économique et financière, la Chine a entrepris depuis le milieu des années 1990 de se doter des institutions et des instruments de régulation nécessaires à une économie de marché. Depuis 1994, la Chine a fixé un objectif d'établir des règles fondées sur le système de l'économie de marché décentralisé

ainsi que la restructuration des entreprises d'État¹. La Chine semble être le premier et le seul pays dans le cadre du Parti communiste à avoir fait cette évolution idéologique dans son système économique sans une révolution politique. Dans les années suivantes jusqu'aujourd'hui, la Chine a unifiée le marché de change, mis en œuvre son compte courant convertible; rétablit son système fiscal selon le standard international; inauguré la Banque Centrale moderne, et commencé à améliorer les institutions du marché pour garantir le bon fonctionnement économique. L'évolution idéologique et les changements institutionnels importants accomplis ont démontré que la Chine renforce la volonté de poursuivre la transition. Parmi cette série de réformes institutionnelles, la révision du système fiscal est considérée comme pierre angulaire qui détermine la réussite de la réforme financière chinoise.

a) Les réformes du système fiscal

Avant 1994, le système fiscal contractuel a joué un rôle positif de fournir des incitations nécessaires pour les gouvernements locaux. Mais la fiscalité n'était pas encore fondée sur des règles ni les lois. Aussi, la Chine ne dispose pas d'un bureau fiscal national, et toutes les taxes sont collectées par les gouvernements locaux, et sont souvent réduites ou exemptées d'impôts qui étaient censés être payés au gouvernement central. En 1994, le gouvernement central a mis en application des réformes fiscales selon les pratiques internationales pour corriger les dysfonctionnements de l'ancien système transitoire. Les objectifs de ces réformes visent à renforcer l'efficacité de fiscalisation de l'Etat à la suite du développement de l'économie de marché décentralisée. Elle comprend trois volets : restructuration des types d'impôts, nouvelles règles de partage entre le centre et les provinces et enfin réforme de l'administration fiscale.

Le nombre d'impôts est passé de 32 à 18. La principale nouveauté a consisté en un élargissement de la TVA qui a pour vocation de se substituer aux autres formes d'imposition indirecte et de devenir la première source de revenus de l'Etat. Le taux de base est de 17 %; un taux préférentiel de 13% est appliqué à un petit nombre de produits de première nécessité. Pour toutes les entreprises, quel que soient étatiques, collectives ou privées, le taux est de 33 %. En outre, le remboursement du principal n'est plus déductible de la base d'imposition.

¹ Le phénomène de privatisation massive des entreprises étatiques n'a pas été constaté en Chine. Pour les entreprises cotées en bourse, leur part des actions négociables reste toujours relativement petite (35,8% en 2000).

Etant donné que la part des entreprises étatiques dans la production industrielle ne représente plus que 42% du total et que leur contribution au budget à la veille de cette réforme ayant considérablement diminué, ces mesures sont plus faciles à mettre en œuvre aujourd'hui qu'en 1984. L'Etat en tant que « propriétaire » conserve certes la latitude de procéder à des prélèvements sur les profits après impôts mais ceci n'est plus de la compétence des autorités fiscales. Les prélèvements sur les revenus des personnes physiques sont de peu de poids dans l'ensemble des recettes budgétaires mais cette partie devrait être en augmentation. Le taux d'imposition sur ces revenus est progressif de 5% à 45% et il est prévu que cet impôt frappe plus lourdement les résidents étrangers que les nationaux.

b) Les réformes budgétaires

En 1995, la nouvelle loi du budget a pris effet. Il a interdit au gouvernement central d'emprunter à la banque centrale et de financer le déficit de son compte courant, la banque centrale semblait indépendante de l'Etat, mais le gouvernement central pourrait avoir le financement du déficit dans son compte de capital à condition qu'elle finance le déficit avec les obligations d'Etat. Il a également imposé des restrictions budgétaires plus sévères sur les gouvernements locaux. Les gouvernements locaux à tous les niveaux sont tenus d'avoir leurs budgets équilibrés et, en outre, la loi a strictement contrôlé leurs émissions d'obligations et a limité leurs emprunts sur le marché financier. Ces réformes ont considérablement réduit l'influence du gouvernement local sur la politique monétaire et sur les décisions d'allocation de crédit (Guérineau et Jeanneney, 2003). C'est une des raisons pour lesquelles les contraintes budgétaires globales des gouvernements locaux sont devenues beaucoup plus dures dans les années 1990 que dans les années 1980. Pour assurer l'application de la loi du budget, un système d'audit indépendant a été également introduit. Par exemple, en 1996, l'agence nationale d'audit a vérifié, pour la première fois, la mise en application du budget de l'Etat chargée par le ministre de la finance. La réforme fiscale, ainsi que la mise en œuvre de la loi sur le budget, a rendu plus contraint le budget des gouvernements locaux.

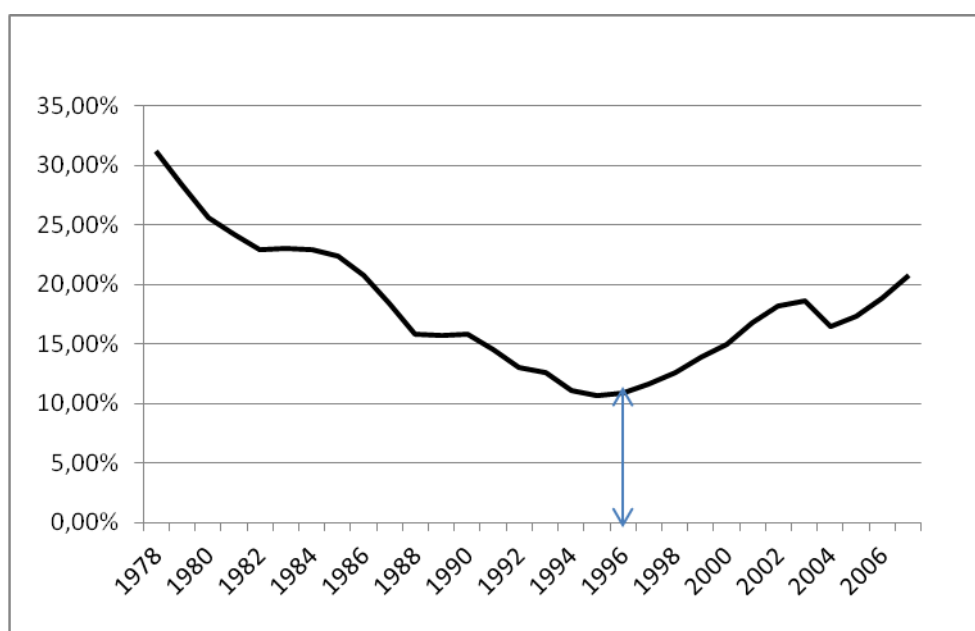
Le système de contrat qui préside à la répartition des ressources entre le centre et les gouvernements locaux est aboli. Des normes précises ont été établies afin de mettre fin aux perceptions des impôts locaux qui caractérisent l'ancien système et d'assurer au centre des recettes plus importantes et plus stables. Nous distinguons désormais entre impôts perçus par le

centre et ceux qui le sont par les provinces. Les autres sont soumis à partage, c'est le cas de la TVA dont 75% doit revenir au centre et 25% aux régions.

Il y a aussi une réforme administrative qui consiste à mettre progressivement en place un nouveau corps de fonctionnaires d'Etat qui caractérisaient l'ancien système. Cette réforme constitue un incontestable progrès par rapport à la situation antérieure mais, à la lumière de ce que nous avons pu constater par le passé où tant de règlements ne sont jamais entrés en application. Afin d'éviter une transition trop brutale et les risques de déstabilisation qui l'accompagnerait, des aménagements temporaires ont été prévus selon lesquels les gouvernements locaux ne pourraient subir dans l'immédiat une diminution de leur recettes. Par ailleurs, si le partage des recettes fiscales ne pose pas de difficultés de principes, il en va tout autrement de l'affectation des dépenses pour lesquelles il est bien plus délicat d'établir des règles précises et incontestables. Alors que le système des contrats permettait de prendre en considération les situations particulières, l'application stricte des nouveaux règlements ne peut que déboucher sur une aggravation des inégalités entre régions riches et pauvres. Certes l'augmentation prévue des recettes centrales devrait permettre une politique de redistribution plus aisée. Il faudrait au préalable que les modalités de transfert obéissent à des normes aussi claires que possibles, l'objectif prioritaire consistant non pas à égaliser les revenus par tête mais plutôt à faire en sorte que les citoyens sur l'ensemble du territoire aient accès aux mêmes prestations des services publics.

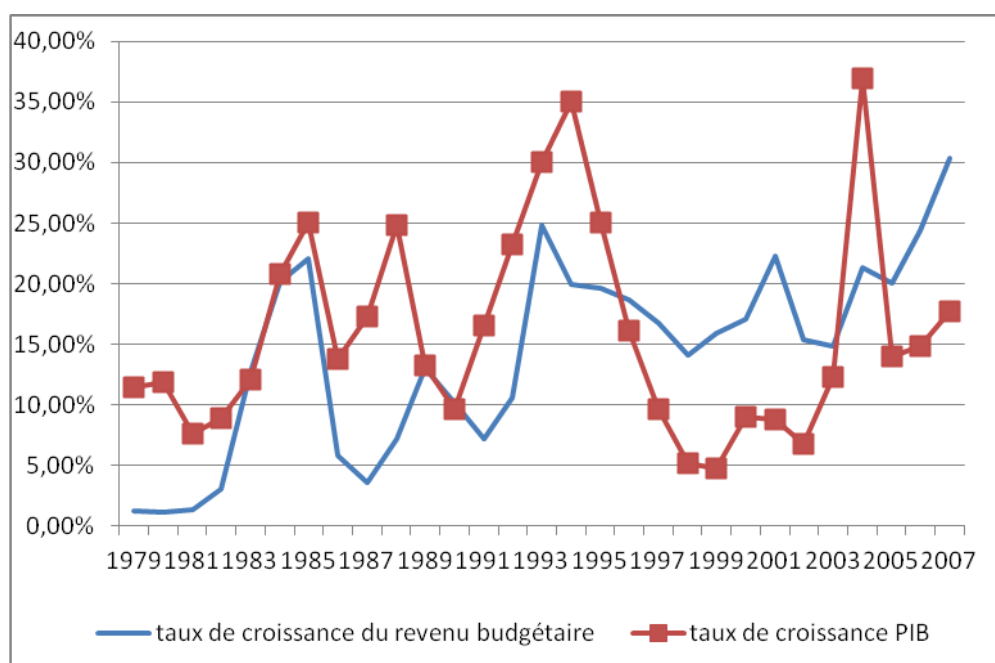
Parce qu'une telle réforme fiscale qui, conformément aux habitudes chinoises et compte tenu de l'immense territoire chinois, se met en place de façon progressive, la nouvelle administration fiscale ne peut être opérationnelle du jour au lendemain. On signale enfin des difficultés dans le prélèvement de la TVA en raison d'un cadre comptable qui demeure souvent flou. Les autorités ne manquent pas de proclamer que les recettes sont en hausse : il s'agit en réalité d'un chiffre absolu, et dans le contexte de forte croissance que la Chine a connue depuis ces vingt dernières années, leur part dans le PIB a continué à décroître jusqu'en 1995, (voir les graphiques 20 et 21). Mais après 1996, avec l'amélioration des entreprises publiques, l'Etat chinois a retrouvé son revenu en hausse grâce à son statut de propriétaire. En fait, pendant toute la période de réformes, la restructuration des entreprises d'Etat était toujours la priorité du gouvernement chinois. Les entreprises d'Etat ont dû quitter certains secteurs relativement intensifs en main d'œuvre et se concentrent sur ceux qui sont plus intensifs en capital.

Graphique 20 : L'évolution du revenu budgétaire en Chine (1)



Source : A partir des données fournies par le Bureau statistique de la Chine en 2010, disponibles à l'adresse <<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/>>

Graphique 21 : L'évolution du revenu budgétaire en Chine (2)



Source : A partir des données fournies par le Bureau statistique de la Chine en 2009, disponibles à l'adresse <<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/>>

Enfin, les réformes formulées lors de l'III^{ème} Plenum du XIV^{ème} Congrès en novembre 1993, entrées officiellement en application le 1^{er} janvier 1994, répondent essentiellement à deux objectifs : stopper la baisse tendancielle de la part du budget dans le revenu national et réajuster en faveur du gouvernement central le partage des ressources afin que la politique budgétaire devienne un instrument efficace de la stabilisation macro-économique. Ces mesures visent aussi à redonner au pouvoir central les moyens de mener à bien une politique de répartition qui vise à contrecarrer les inégalités croissantes entre les régions côtières les plus dynamiques et celles de l'intérieur encore arriérées, une évolution qui à terme risquerait de déboucher sur un fractionnement de l'espace économique chinois. De 1978 à 1995, ça fait plus de 20 ans pour que le gouvernement chinois puisse constituer un système fiscal performant afin de maintenir son équilibre budgétaire. Mais pendant cette période, comment résoudre le problème des déficits budgétaires ? La réponse se trouve dans le système bancaire chinois.

3) La contribution du système bancaire chinois à la résorption des déficits budgétaires

Selon certains auteurs (Qian et Roland, 1998), l'une des erreurs dans la première étape de la réforme financière chinoise a été la décentralisation qui était responsable de la pression inflationniste et des contraintes budgétaires souples des gouvernements locaux. Dans la première période de réforme financière (1979-1994), le financement par le système bancaire des entreprises étatiques s'est progressivement substitué aux dotations budgétaires et une politique de décentralisation sans précédent a conféré aux gouvernements locaux des responsabilités accrues dans la mobilisation des ressources pour leur donner les moyens de mener plus efficacement leurs propres politiques de développement économique. Avant 1994, 70% des prêts de la Banque Centrale à des banques d'État ont été faite par les branches locales de la Banque Centrale, qui ont été fortement influencés par les gouvernements locaux. Après que la Banque Centrale a recentralisé ses opérations en 1993, ses branches locales ont été supervisées par la Banque Centrale et non plus par le gouvernement local de la région dans laquelle elles résident. En 1998, elle a remplacé ses trente branches provinciales avec 9 branches interprovinciales comme la Réserve Fédérale aux États-Unis. Cette réforme a eu pour but de minimiser l'influence des gouvernements locaux sur la politique monétaire.

Mais au fond, les déséquilibres macroéconomiques et les distorsions dans l'allocation des ressources sont le produit d'un système de déficits publics généralisés et interdépendants puisque les pertes des entreprises étatiques non seulement entravent gravement le fonctionnement correct du système bancaire mais se répercutent également au niveau du déficit budgétaire. Les efforts de rationalisation en ce domaine se heurtent donc à des difficultés particulières car toute politique de réforme est confrontée en définitive au problème incontournable des déficits des firmes du secteur public.

Bien que la réforme fiscale ait réellement augmenté les recettes publiques à partir de l'année 1995 (voir le graphique 20), la réduction du déficit consolidé ne relève donc pas uniquement de la nouvelle politique fiscale. La gestion du système financier lui-même doit être réexaminée car en obligeant les banques d'Etat à financer les dépenses qui sont commanditées par le gouvernement (il s'agit en l'occurrence plutôt des gouvernements locaux) l'Etat chinois leur fait jouer un rôle quasi fiscal (Fan, 2004) qui peut prendre les deux formes suivantes :

- Taux d'intérêt subventionné. Ces aides implicites ont pris une importance croissante avec l'accélération de l'inflation (en 1992, les subventions de la Banque Centrale de Chine au reste de l'économie se seraient montées à 2,3% du PIB)

- Créances douteuses, ce qui est plus difficile à évaluer selon les critères de classification à l'époque. Environ la moitié des prêts de la BC aux institutions financières ne sont pas recouvrables, ce qui représenterait 2,9% du PIB. En ce qui concerne les banques commerciales, 30 % des crédits accordés ne pourront donner lieu à remboursement.

En bref, il s'agit donc d'un transfert du déficit des entreprises étatiques aux créances douteuses du système bancaire. En d'autre terme, le gouvernement chinois a réussi à mobiliser les épargnes domestiques pour financer son déficit budgétaire. Par conséquent, il est aussi responsable des créances douteuses du système bancaire. Certains économistes chinois (Fan, 2004) considèrent des créances douteuses comme une quasi subvention ou une dépense publique. Le gouvernement chinois a pris au sérieux le risque de récession à cause du manque d'investissement et l'instabilité sociale liée au licenciement massif. Pour moderniser le système productif et restructurer les entreprises publiques, il faut que l'Etat s'engage à fournir la source de financement afin de maintenir le niveau d'investissement et de production. Mais malheureusement, ce n'étaient pas le cas pour de nombreux pays en transition qui sont généralement en déficit budgétaire dès le lendemain de la transformation de leur système

économique. Du fait que leur revenu fiscal n'était pas suffisant, la plupart des économies en transition ont rapidement ouvert leur marché financier pour attirer les capitaux étrangers. La Chine a également choisi une politique d'ouverture en faveur de sa transition économique. Mais l'ouverture de l'économie chinoise ne signifie pas nécessairement la reconnaissance des vertus des lois du marché libre autorégulé. Elle est plutôt le résultat d'une politique délibérée de l'Etat (Salama, 2006) : subventions à l'exportation, politiques de taux d'intérêt très favorable et protectionnisme de l'industrie stratégique. Dans le domaine financier, la Chine s'appuie sur la mobilisation de ses ressources domestiques (l'épargne domestique) avec des taux d'intérêt bas et l'attractivité des capitaux étrangers (IDE) par une politique de change compétitive.

Jusqu'à aujourd'hui, nous pouvons toujours constater que la Chine épargne plus qu'elle n'investit, et que l'excès de la liquidité porte un caractère relatif dans l'économie chinoise. D'un côté, en dépit de la diminution considérable de la dotation budgétaire, les entreprises étatiques, qui sont responsables de surinvestissement profitent encore des conditions de prêts très favorables. De l'autre côté, il est toujours difficile pour les firmes privées d'avoir accès aux crédits bancaires. Ce paradoxe est utilisé pour souligner que la Chine manque cruellement des moyens de financement pertinents à cause de l'intermédiation financière déficiente et de l'infrastructure institutionnelle incomplète. La plupart des économistes (Girardin, 1997; Longueville et Ngo, 2004; Farrell, et al., 2006), pensent que l'inefficacité des intermédiaires financiers chinois, qui sont incompatibles avec la modernisation et la croissance durable de l'économie chinoise, est un point faible pour l'avenir de la Chine. Mais leur critique n'est pas toujours valable, parce qu'ils n'ont pas évalué la contribution du système financier notamment bancaire en faveur de la stabilité financière chinoise et de la réussite des restructurations des entreprises publiques. Cette ignorance nous fait revenir sur la question de savoir comment le système financier si fragile et si inefficace peut soutenir la croissance économique chinoise avec une stabilité financière et monétaire relativement satisfaisante ? Nous allons répondre à une partie de cette question concernant la stabilité des finances publiques dans les paragraphes suivants.

C - La stabilité des finances publiques à travers la répression financière

Pour une économie en développement et en transition, l'enjeu de l'équilibre des finances publiques est très important. Rappelons-nous la question que nous avons posée dans le chapitre précédent : si l'Etat est incapable d'honorer sa dette, comment faire respecter aux agents économiques la contrainte de règlement ? Par rapport aux autres pays en transition, la Chine a relativement mieux maintenu un équilibre budgétaire et la stabilité macroéconomique sans passer par une politique d'austérité. Sauf les points mentionnés ci-dessus, c'est-à-dire la réforme fiscale et l'amélioration de la performance des entreprises publiques, y a-t-il d'autres fondements microéconomiques et institutionnels pour sa stabilité financière? Selon certains économistes (Bai, et al., 2006), la Chine a tiré l'avantage de la répression financière pour prévenir les déficits budgétaires.

Les déficits budgétaires concernent avant tout la pénurie de recettes publiques. Il faut que l'Etat cherche une autre source pour prévenir le déficit des finances publiques. Or, en Chine, bien que les recettes fiscales aient nettement diminué dès le début de la réforme économique, elles ont été partiellement compensées par une augmentation des recettes «quasi-fiscales» provenant de la répression financière. Grâce à l'écart positif entre une augmentation plus rapide des dépôts des ménages que celle des emprunts de crédit dans les banques d'Etat, ceci a engendré une partie fixe des actifs bancaires qui se sont finalement transformés en des recettes publiques gouvernementales, car le gouvernement central pouvait, à l'encontre des règles de l'économie du marché, emprunter et utiliser gratuitement certaines sommes de ces revenus à travers ses banques étatiques. Cela permet à la Chine d'avoir suffisamment de ressources financières pour maintenir la stabilité macro-économique tout en évitant une crise financière comme en Russie (McKinnon, 1993). En fait, compte tenu de son système fiscal incomplet et des entreprises publiques en déficit, le gouvernement chinois n'a pas d'autre choix que de bénéficier de cette accumulation financière. Selon une estimation, entre 1986 et 1994, le gouvernement a collecté les quasi recettes fiscales en provenance du secteur bancaire, avec une moyenne de près de 9% du PIB, ou plus de la moitié des recettes budgétaires (Bai et al., 2006).

L'analyse de McKinnon et Bai nous semble pertinente pour comprendre l'effet positif de la répression financière sur la finance publique. Mais elle n'explique pas pourquoi le niveau de rentabilité des banques chinoises était faible et la plupart parmi elles étaient au bord de la faillite selon les normes internationales dans les années 1990. En fait, à cette époque là,

l'ensemble du système bancaire chinois a été critiqué à cause de leur créance douteuse et de leur insuffisance de fonds propre. C'est parce qu'au cours des années 1990, les autorités chinoises décident de rendre financièrement indépendantes les entreprises publiques. Par conséquent, elles ne bénéficient plus du tout du financement automatique par dotations budgétaires par le biais du Trésor public. Comme les financements budgétaires ont diminué, les entreprises publiques se tournent alors encore davantage vers les prêts bancaires et sont à l'origine des créances douteuses.

1) Une autre interprétation des créances douteuses et des prêts non performants

De prime abord, c'est le transfert du financement des entreprises publiques aux banques, qui est à l'origine de l'accumulation des créances douteuses. L'Etat chinois n'a donc fait que transférer sa charge financière aux banques, tout en intervenant dans la politique de distribution des crédits. Les créances douteuses peuvent donc être considérées comme un « *quasi déficit budgétaire* » (Fan, 2004) et les banques « *étaient seulement chargées de fournir des prêts aux entreprises, qui n'avaient pas de fonds propres et donc pas de garanties* » (Lu, 2000, p. 8). En d'autres termes, puisque ces prêts sont garantis par l'Etat, nous pouvons les considérer comme une *quasi dépense budgétaire*. Or, par rapport aux dotations budgétaires, le nouveau mode de financement par des prêts bancaires (même s'ils sont non performants et imposés par l'Etat) représente au moins deux avantages : 1) le maintien du niveau de financement en faveur de l'investissement des entreprises avec un minimum de contrainte budgétaire ; 2) la réduction des dépenses publiques en mobilisant l'épargne domestique.

En dépit des réformes économiques réalisées, « l'économie socialiste de marché » conserve comme moteur principal des entreprises d'Etat dans le système de production : face aux recettes qu'elles tirent de leur pure activité économique, elles doivent supporter, au-delà de leurs coûts de production directs, un ensemble de charges d'ordre politico-social qui correspondent normalement à des missions d'Etat liées au service public. « La faible rentabilité des entreprises d'Etat est parfois mise sur le compte de leur rôle social : les salaires y sont plus élevés que dans le reste de l'appareil productif, et des sommes importantes y sont dépensées pour assurer aux employés des conditions de vie décentes » (Gaulard, 2009, p. 879). Parallèlement, les réformes qui visaient à accroître l'autonomie des entreprises et la décentralisation des décisions ont contribué à augmenter ces charges imposées. En

conséquence, les réformes ont conduit à imposer aux entreprises d'Etat une mission difficile en termes de rentabilité exigée. Dans la mesure où la cible de performance ne pouvait raisonnablement être atteinte, l'Etat devait alors garantir une condition de refinancement. La longue période de restructuration des entreprises publiques entre 1978-1996 attestent, au-delà des pertes qu'elles enregistrent, que, quand leur chiffre d'affaires augmente annuellement de 7,6%, la masse des salaires et des avantages sociaux qu'elles versent augmente, quant à elle, de 16%.

2) Les banques chinoises en première ligne de la régulation financière de l'Etat

Pendant la période de restructuration des entreprises publiques, les banques publiques chinoises ne cherchent pas à augmenter leurs bénéfices à travers l'augmentation de leurs marges d'intermédiation, même sous la pression permanente de la multiplication des créances douteuses. Ayant obtenu la libéralisation formelle de leurs taux d'intérêt débiteurs, puis créditeurs à la fin des années 1990, elles ne font qu'un usage extrêmement limité de cette liberté, les taux débiteurs des grandes banques commerciales étant notamment concentrés autour du benchmark fixé par les autorités. Au total, les banques affichent des marges d'intermédiation relativement faibles et des rentabilités banales¹, ce qui ne saurait donc leur permettre de résoudre seules le problème des prêts non performants.

Deuxièmement, après l'entrée à l'OMC en 2001, dans la logique de l'ouverture financière à l'international, les banques peuvent se tourner vers les investisseurs étrangers pour chercher l'apport du capital étranger au niveau de leur fonds propres. Mais au même moment, la législation chinoise sur la propriété du capital introduit une limite drastique aux participations étrangères : 20% du capital pour un investisseur étranger, 25% du capital pour l'actionnariat étranger dans son ensemble. En réalité, du fait de la réticence des banques, ces limites sont très rarement atteintes, la participation moyenne avoisinant 10%, surtout dans le cas des quatre plus grandes banques commerciales étatiques (*Bank of China, China Construction Bank, Industrial and Commercial Bank of China, et Agricultural Bank of China*).

Enfin, et dans la logique de dilution des prêts non performants, les banques mettent en œuvre une politique expansive de nouveaux crédits, dont la croissance globale est

¹ Toutes les banques commerciales étatiques étaient déficitaires jusqu'en 2003. Le taux de rentabilité de l'ensemble des banques chinoises n'était que de 3,8% en 2003 et de 4% en 2004.

approximativement deux fois supérieure à celle du PIB. Or, au moins une partie de ces nouveaux crédits est fortement risquée et donc susceptible de créer une nouvelle vague de créances douteuses.

Au total, ces trois constats nous permettent de comprendre que les banques, sous la volonté de l'Etat, ne sont absolument pas en mesure de régler le problème des prêts non performants et de l'insuffisance de capitaux propres¹. En effet, leur principal objectif reste donc de financer la restructuration des entreprises publiques et de maintenir le niveau d'investissement pour moderniser l'appareil productif. En conséquence, de l'octroi du crédit répondant à des critères plus larges que celui de la seule rentabilité financière, il en résulte une situation générale de fragilité financière notamment au sein du système bancaire. Au niveau de l'intermédiation financière, cette fragilité se traduit généralement par l'accumulation de créances douteuses en contrepartie des prêts non performants accordés aux entreprises d'Etat. Mais elle permet à l'Etat chinois de s'éloigner de la menace du déficit public. Même pour les banques chinoises, la résorption des créances implique une prudence à la course aux crédits nouveaux sans passer par une augmentation des taux d'intérêt.

3) L'explication de l'inégalité d'accès au crédit entre les entreprises étatiques et privées

L'inégalité de l'accès au crédit bancaire entre entreprises publiques et privées est depuis longtemps considérée comme une preuve selon laquelle la Chine manque cruellement des moyens de financement pertinents à cause de l'intermédiation financière déficiente. De prime abord, au niveau de l'offre du crédit, il y avait une inégalité ou une discrimination des prêts dans le système financier. Les entreprises d'Etat ont reçu le plus de crédits des banques d'Etat et ont fait face aux contraintes budgétaires souples, tandis que les entreprises non étatiques n'ont reçu que peu de crédit et ont fait face à des contraintes budgétaires beaucoup plus dures. Mais il ne faut pas imputer complètement cette discrimination de crédits à la mauvaise intervention de l'Etat. Sachant que la majorité des entreprises privées démarrent dans les secteurs intensifs en main d'œuvre où le besoin du fonds de roulement est moins important, elles comptaient souvent sur crédit inter-entreprise ou autofinancement et n'étaient pas

¹ C'est pourquoi le recours aux autorités publiques en dernier ressort demeure une solution sous entendue. Ainsi, les transferts de créances douteuses des grandes banques commerciales d'Etat vers les AMC (*China Asset Management Co. Ltd.*) ont représenté 59% de la réduction de leurs encours en 2004.

obligées de se tourner vers les banques pour se financer. Malgré tout, la part du crédit intérieur fournie au secteur privé en Chine est aujourd'hui beaucoup plus élevée par rapport à celle des autres pays émergents¹.

Il existe au moins deux autres raisons pour comprendre l'inégalité de l'accès au crédit bancaire entre secteurs public et privé. Une raison principale concerne la responsabilité sociale qui contraignent les choix des entreprises étatiques (c'est-à-dire, au-delà de leurs coûts de revient, des charges d'ordre politico-social liées au service public). Historiquement, les entreprises d'Etat ont été engagées beaucoup plus pour la responsabilité sociale que celles non étatiques. La différence sur les finalités du fonctionnement des entreprises explique la sous-performance des entreprises étatiques par rapport aux entreprises privées, notamment à court terme. En revanche, le dépassement de l'horizon de maximisation des profits à court terme permet aux entreprises étatiques de lancer des projets industriels à moyen et long terme et investir beaucoup plus en R&D à l'aide du crédit bancaire. Au total, la contribution de l'ensemble des nouvelles entreprises privées au bien-être social était plus petite que celle des entreprises publiques, il était nécessaire pour l'Etat chinois de les subventionner financièrement par le crédit bancaire avec des taux d'intérêts plus avantageux.

Une autre raison principale concerne l'asymétrie d'information dans le système fiscal. Du fait que le revenu des entreprises étatiques représente toujours une grande partie stable des recettes budgétaires de l'Etat, le gouvernement impose aux entreprises étatiques d'effectuer des transactions par le biais des banques d'Etat afin qu'il puisse les observer commodément et les taxer en conséquence. En comparaison, les entreprises non étatiques utilisent souvent des espèces pour la transaction, et le gouvernement se trouve en difficulté de les contrôler et les taxer. Compte tenu de cette différence, le gouvernement préférerait fournir des crédits aux premières plutôt qu'aux deuxièmes en raison de ses recettes propres.

En résumé, la facilité du contrôle fiscal et la charge importante de responsabilité sociale expliquent l'écart des crédits bancaires aux entreprises étatiques et privées. Malgré tout, par rapport à la dotation budgétaire, l'allocation du crédit bancaire permet à l'Etat chinois de réduire sa dépense budgétaire sans passer par une politique d'austérité au détriment du niveau d'investissement et de production. Le gouvernement chinois a réagi avec prudence aux pressions en faveur de la consolidation budgétaire et de l'adoption de mesures d'austérité s'il ne veut pas risquer d'interrompre le redressement de son économie. La Banque centrale de

¹ Voir, plus loin, le graphique 32 « Crédit intérieur fourni au secteur privé (% du PIB) » page 290.

Chine et les banques publiques ont participé vivement au projet de restructuration des entreprises publiques. L'objectif de la restructuration ne consiste pas à sauver toutes les entreprises publiques, mais à moderniser l'ensemble du système productif pour le rendre plus compétitif face à la concurrence internationale. La condition de refinancement du crédit bancaire sert comme un dispositif d'engagement pour durcir progressivement les contraintes budgétaires des entreprises publiques. D'une part, le transfert du financement des entreprises publiques aux banques a réduit une grande partie des dépenses publiques pour prévenir le déficit budgétaire excessif. D'autre part, la nouvelle modalité de financement par le crédit bancaire permet aux entreprises de stabiliser leur anticipation afin de maintenir leur niveau d'investissement et de production.

Conclusion :

Dans le cas spécifique de l'économie en transition ou en développement, le sous-développement économique paraît lié à un sous-développement financier selon la littérature économique courante. Les marchés monétaires sont peu nombreux et peu actifs. Les marchés financiers sont embryonnaires ou inexistants. Le système bancaire, en excluant de la majeure partie de la population au niveau des dépôts et la grande majorité des opérateurs au niveau des prêts, sert uniquement l'intérêt de l'Etat. Pour les tenants de libéralisation financière, la mise en place, dans le cadre de politiques volontaristes, de systèmes financiers appuyés par les Etats planificateurs n'a pas eu les effets escomptés. Il semble que, depuis le début des années 1990, la grande vague de la libéralisation économique et financière dans beaucoup de pays ex-communistes affirme ce jugement.

La pensée économique courante considère qu'il est légitime d'appliquer au secteur financier les approches habituelles de la théorie néoclassique, c'est-à-dire de traiter l'ensemble du secteur financier essentiellement comme un marché, avec des offreurs et des demandeurs de capitaux, et le taux d'intérêt comme facteur d'équilibre entre l'offre et la demande. Dans le cas des pays en développement, de nombreux travaux ont mis l'accent sur la finance informelle, mais ils se limitent souvent à une analyse en termes de dualisme formel/informel et réduisent la pluralité des financements décentralisés à quelques cas particuliers, tels que les tontines. Au total, l'Etat est le principal accusé. Cette idée est bien illustrée par les théories de la répression financière (McKinnon, 1993; Tsuru, 2000), qui conduit à la nécessité d'une politique de libéralisation. D'autres auteurs (Stiglitz et Weiss, 1981)¹ insistent sur l'information imparfaite et asymétrique. En tout cas, ils privilégient la hausse des taux d'intérêt réels en faveur de la mobilisation de l'épargne par un système financier plus libéralisé.

Toutefois, la question prioritaire pour une économie en transition n'est pas de savoir s'il faut ou non procéder à la libéralisation, mais plutôt d'assurer le maintien de la crédibilité et un retour à une économie de crédit permettant de financer l'investissement pour les diverses catégories d'emprunteurs. Tout cela fait appel à la reconstitution des ordres institutionnels

¹ Stiglitz et Weiss (1981) ont montré qu'en cas d'asymétrie d'information, le rationnement du crédit peut apparaître de façon endogène. Les situations d'information incomplète conduisent à des problèmes d'aléa moral et de sélection adverse.

pendant la transition financière. Les réformes du système financier chinois ne présentent pas une trajectoire de libéralisation standard. En fait, la Chine est souvent considérée comme un contre-exemple de la libéralisation économique¹. Même aujourd'hui, le système financier chinois est censé être inefficace et non performant selon le critère strict de la rentabilité financière. Mais pendant la transition économique, il a réussi de maintenir la crédibilité de l'ensemble de système de financement et d'appliquer au fur à mesure la discipline financière aux entreprises publiques et privées. Pourquoi la croissance économique chinoise peut être soutenable sans la libéralisation financière ? Il faut revenir aux approches elles-mêmes de la libéralisation financière pour y répondre.

¹ Ce qui n'est pas tout à fait correct. En fait, l'Etat chinois a progressivement libéralisé l'ensemble des systèmes de production, notamment dans les secteurs intensifs en main d'œuvre. Il a toutefois mis en place des barrières contre les investisseurs étrangers pour protéger ses entreprises domestiques.

DEUXIEME PARTIE

**LIBERALISATION *VERSUS*
REPRESSION : LES EXPERIENCES DE
REGULATION FINANCIERE CHINOISE**

Les mesures de libéralisation financière ont entraîné des changements importants dans tous les pays concernés. Pour les pays en transition, les réformes adoptées privilégient davantage un abandon de la politique de répression financière. En fait, les travaux fondateurs de la libéralisation financière sont ceux de McKinnon (1973) et Shaw (1973), qui ont défendu la libéralisation financière et l'ont présentée comme un moyen d'assurer la croissance économique des pays en développement. Suite à cette logique, la théorie de libéralisation financière a caractérisé les stratégies de développement prônées par les institutions financières internationales, principalement tournées et basées sur le marché libre. L'Etat, contrairement à la période d'une économie planifiée centralisée, ne cherche plus nécessairement à intervenir sur le financement de l'économie, car la présence du gouvernement dans le processus d'allocation des ressources sur le marché financier empêcherait une distribution efficiente des fonds et découragerait la mobilisation de l'épargne. Ainsi, un système financier concurrentiel et libéralisé est perçu comme plus efficace pour la mise en place d'un secteur privé représentant le moyen orthodoxe du développement économique. En d'autres termes, la politique de libéralisation financière, combinée à une privatisation des structures jadis étatiques, constitue un modèle orthodoxe dans la théorie et la pratique du développement économique depuis les années 1980.

En effet, durant les deux dernières décennies, les institutions financières internationales ont essayé de promouvoir des plans d'ajustements structurels dans l'ensemble des pays en développement. En imposant cette logique de marché, plusieurs pays en développement ou en transition ont adopté des programmes de libéralisation et de privatisation massive. Cependant, il s'est avéré que ces politiques n'ont pas réussi à réaliser les objectifs escomptés et ont été décevantes à bien des égards. Selon notre étude dans la première partie, la contribution du système financier libéralisé sur la croissance économique s'avère très limitée puisque même le niveau d'investissement a connu une baisse suite à la vague de privatisations en masse dans nombre pays en transition. Par ailleurs, la mise en place de structures purement concurrentielles sur le marché financier et une liberté de détermination des taux d'intérêt sur le système bancaire n'ont pas amélioré la contrainte de financement à cause de la hausse de prime de risque (Servén et Solimano, 1994). Certains pays ont été gravement touchés par les crises financières. En revanche, la transition financière chinoise n'a pas suivi la trajectoire standard du développement financier. En dépit du problème des prêts non performants pendant la période de restructuration des entreprises étatiques, le système financier bancaire a maintenu un niveau du crédit relativement élevé avec les taux d'intérêts bas pour soutenir

l'investissement public et privé. A cet égard, il est intéressant de comprendre comment la croissance économique chinoise a été soutenue par tel système financier jugé inefficace et fragile ?

Pour répondre à cette question, cette partie s'interroge d'abord sur les limites de l'approche de libéralisation financière. Le chapitre 4 montrera que les arguments théoriques en faveur de l'approche de libéralisation financière ne sont pas toujours solides. Dès le début de son apparition, ils ont été fortement critiqués par beaucoup d'auteurs. Mais comme la plupart des auteurs n'ont pas mentionné l'instabilité intrinsèque du système financier international et son effet sur le financement des économies en développement, une hausse de dépendance financière caractérisée par le poids important de l'endettement international peut entraîner une vulnérabilité du système financier domestique en cas de choc externe. En effet, dans un contexte de libéralisation financière, le système financier des pays en développement peut s'avérer solide en raison de l'afflux des capitaux. Cependant, si les autorités monétaires et financières se sont souvent désengagées et s'interdisent toute possibilité de régulation devant une conjoncture délicate voire défavorable, leur structure de financement risque d'être paralysée par le renversement des flux de capitaux étrangers.

Cette partie étudie ces questions en explicitant leurs causes et leurs implications. De plus, l'accent du chapitre 5 portera sur la question du dilemme de financement qui se trouve dans la plupart des pays en développement et en transition. D'une part, ces pays sont obligés de compter sur le poids important de l'endettement international jusqu'à la période récente pour soulager de sévères contraintes de financement domestique. Mais ces emprunts internationaux s'avèrent très instables et parfois de nature spéculative. D'autre part, les intermédiaires financiers domestiques étaient incapables d'offrir des crédits adéquates pour répondre aux besoins de financement de l'économie parce que le coût de financement est trop important à cause de la prime de risque élevée et le financement bancaire est contraint par le rationnement du crédit. A cet égard, la libéralisation financière a accru la contrainte de financement au lieu de la résoudre.

Après avoir démontré l'inadaptation des mesures de libéralisation financière aux structures spéciales des pays en développement, le dernier chapitre consiste à décrire le modèle alternatif du financement qui correspond mieux aux demandes spécifiques des économies en transition. L'expérience de la transition financière chinoise a montré que les mesures de répression financière ont exercé des effets positifs sur la restructuration des entreprises publiques et la modernisation du système productif. Dans certaines conditions, la

répression financière, qui a le double objectif de maintenir les taux d'intérêt bas et de préserver des intérêts publics intérieurs captifs (tels que des fonds de pension ou des banques nationales), pourrait encore contribuer à la croissance économique du pays. Ces politiques depuis l'ère de libéralisation financière jugées préjudiciables mériteraient certainement une évaluation plus approfondie pour retirer des avantages respectifs au service de la croissance économique et de la stabilité financière.

Chapitre 4 : De la répression à la libéralisation : analyse théorique de la libéralisation financière et effets sur la transition financière

Introduction

La libéralisation financière fait partie d'un véritable mouvement intense de libéralisation de l'économie au niveau mondial dans les trois dernières décennies. Dans cette nouvelle phase néolibérale de l'économie mondiale, l'onde longue ascendante des Trente Glorieuses dans les pays développés se retourne avec la grande stagflation dans les années 1960 et 1970. Cette dernière marque une nouvelle étape dans l'histoire de l'économie mondiale avec la fin de la période keynésienne, a été considérée comme la cause principale de la mondialisation du commerce et de la production, la libéralisation financière et l'application de politiques néolibérales.

D'un point de vue théorique, le discours économique dominant met en avant l'avantage du laisser-faire et du libre échange, opposant les bienfaits du marché aux défaillances de l'État. Il prône la déréglementation, la privatisation et l'ouverture accrue des marchés. En tout cas, la revanche des néolibéraux ne se limite pas aux secteurs industriel et commercial mais implique encore plus le secteur financier. Il y a eu une véritable financiarisation de l'économie puisque l'investissement dans la production industrielle étant peu rentable à cause de la saturation de la demande, les capitaux se dirigent vers le monde plus profitable de la finance.

En effet, la finance a toujours joué un rôle primordial dans l'accumulation du capital. Mais il y a eu un grand changement du régime d'accumulation dans le monde capitaliste après la libéralisation financière, l'accumulation de capital dans le domaine des biens et des services a été de plus en plus subordonnée à la finance. Plus concrètement, l'accumulation est conçue comme une formation authentique de capital, qui augmente la production réelle, au contraire de la valorisation des titres financiers, qui augmente la richesse nominale mais pas la production de bien et service. La financiarisation de l'accumulation du capital semble être une solution pour mettre fin à la crise de surcapacité de production dans les années 1970. Elle maintient l'économie dans un état de stagnation en engouffrant des sommes énormes de capitaux dans la spéculation au lieu de les utiliser pour la consommation ou l'investissement productif.

Dans ce contexte spécial de changement du régime d'accumulation, l'étude de la relation entre le développement financier et la croissance économique redevient « populaire » dans les années 1970. Tout est relancé dès le début des années 1970 par les contributions de Shaw (1973) et de McKinnon (1973) qui s'intéressent à la problématique du sous-développement.

Ils mettent l'accent sur les difficultés de financement de l'investissement dans le cadre d'économies où le système bancaire est fragmenté et le crédit est sous le contrôle de l'Etat, ce qui caractérise autant dans les pays développés que dans les pays en développement jusqu'au milieu des années 1980. Les auteurs soulignent les effets d'entraînement du secteur financier sur la croissance économique reposant sur la séquence qui explique la contribution du secteur financier à un réel décollage économique:

\uparrow taux d'intérêt \Rightarrow \uparrow épargne \Rightarrow \uparrow investissement \Rightarrow \uparrow croissance
--

Selon cette séquence, la hausse des taux d'intérêt doit permettre la formation d'une épargne, d'absorber le secteur informel et de réaliser une intégration suffisante du système financier ainsi que d'homogénéiser les rendements du capital. Par conséquent, pour initier un processus favorable à l'investissement, les auteurs préconisent d'abord la libéralisation financière et en particulier la libéralisation des taux d'intérêt qui permettraient d'augmenter le niveau de l'investissement, par le biais de l'amélioration du rendement de l'épargne, et de réduire les contraintes de crédit, car le crédit serait alors alloué en fonction de la productivité attendue des projets d'investissement, d'où une efficacité accrue des investissements. Autrement dit, la libéralisation du système financier doit permettre une meilleure allocation d'une épargne plus abondante car mieux rémunérée. Le rôle de l'Etat est logiquement appelé à se réduire parce que ses interventions renforceraient une mauvaise allocation de l'épargne et réduiraient son niveau : soit directement par le maintien de taux faible ou indirectement par une création monétaire excessive qui génère de l'inflation qui n'incite pas à l'accroissement d'une épargne sous forme de dépôts bancaires.

Pour les pays en développement et en transition en particulier, la libéralisation financière encourage la libéralisation des secteurs bancaires nationaux et la pénétration des banques étrangères. Car selon les néolibéraux, l'efficacité avec laquelle les banques jouent ce rôle dépend de la concurrence dans le système bancaire et de la situation macroéconomique. Mais les banques de nombreux pays en développement ou en transition manquent de compétitivité en raison des ingérences de l'État dans les décisions de prêt des banques. Les gouvernements de ces pays ont auparavant privilégié une concentration excessive par la nationalisation des entreprises ou la participation à leur capital et la limitation de l'acquisition d'entreprises nationales par des investisseurs étrangers. Ainsi, la libéralisation financière vise à accroître la concurrence, les transferts de savoir-faire et la transparence des opérations financières. Elle

concerne aussi le développement des marchés financiers en attirant les flux des capitaux étrangers, perçus comme une condition déterminante de la réussite des réformes financières.

Si toutes les mutations qui précèdent devraient se traduire par une amélioration de la mobilisation et de l'allocation des ressources domestiques, nous parlons alors de l'approfondissement financier des économies. Pourtant, dès le début, les hypothèses fondamentales de la libéralisation financière ont été critiquées par les néo-structuralistes (Taylor, 1983; Van Wijnbergen, 1983). S'appuyant sur l'hétérogénéité structurelle des économies, les auteurs veulent démontrer qu'une telle politique ne conduit qu'à une instabilité financière qui entrave la croissance économique. Or, le débat ne s'arrête pas à la sphère théorique. Les deux décennies précédentes sont caractérisées par plusieurs crises financières affectant des économies qualifiées d'émergentes et en transition. Ces crises, qui s'apparentent à des crises bancaires et de change à caractère systémique, ont remis en cause d'effets supposés de la libéralisation financière. Par contre, l'économie chinoise, qui a réussi d'échapper la crise asiatique en 1998, a maintenu sa croissance économique avec une procédure de libéralisation financière très restreinte. Cette contradiction entre théorie et pratique nous pousse à réexaminer l'approche de la libéralisation financière et son effet sur la croissance économique pour comprendre les fondements de cette polémique. Comment les tenants de la libéralisation financière justifient-ils sa mise en place de façon « chinoise »? *A contrario*, sur quoi les critiques s'appuient-ils pour affirmer qu'une telle politique a une influence négative sur la croissance économique? Enfin, pourquoi les situations économiques des pays en transition qui ont libéralisé leur secteur financier se sont plutôt détériorées avec les crises récurrentes?

Aujourd'hui, de plus en plus de travaux rendent compte de nombreux inconvénients générés par la libéralisation financière en premier lieu desquels se trouve l'instabilité financière. L'asymétrie d'information et la remise en cause de l'hypothèse d'efficience par l'approche néo-keynésienne (Grossman et Stiglitz, 1980) permettent d'expliquer la survenue des bulles spéculatives initiées par des comportements mimétiques et la convention financière l'emporte sur toute considération fondamentale (Orléan, 1999). Les analyses postkeynésiennes de cycle financier (Minsky, 1986) rejoignent également cette perspective. Des analyses macroéconomiques soulignent les effets d'allocation des revenus vers les placements à rentabilité rapide qui vont à l'encontre des projets d'investissement de moyen et long termes pourtant nécessaires au maintien d'une croissance stable et leurs conséquences sociales négatives.

Après avoir présenté les expériences de la libéralisation financière dans les pays développés et les pays en transition, notre conclusion est que la libéralisation financière et son degré d'approfondissement ne sont pas neutres sur la croissance. Pour expliquer l'ambiguïté de ces résultats, la littérature semble dégager un consensus sur l'idée que la libéralisation nécessite des préalables en termes de niveau de développement, d'environnement institutionnel, ou plus globalement la stabilité politique et le respect des libertés publiques. Toutefois, le respect même de ces indications n'immunise pas complètement contre le risque inhérent à la finance. Les États-Unis, dont le niveau de développement institutionnel, politique et économique est parmi les plus élevés du monde n'ont pourtant pas pu d'éviter la formation puis l'éclatement de plusieurs bulles financière dans les 50 dernières années.

C'est pourquoi la libéralisation financière mérite un réexamen critique à travers une revue de la littérature. La première section consiste à donner une brève présentation de l'approche de la répression financière et son essentiel développement. Ensuite, nous cherchons à illustrer les faiblesses de l'approche de libéralisation financière du point de vue théorique. Enfin, nous examinons comment la procédure des réformes du système financier chinois a conduit à un contre-exemple du concept de libéralisation financière.

I - Les approches théoriques de la libéralisation financière

L'approche de la libéralisation financière est fondée sur le concept de « répression financière ». Ce dernier se réfère aux effets de la réglementation étroite du système financier et aux diverses formes de restrictions imposées par le gouvernement. Dans de nombreux pays en développement ou en transition, il n'existe que peu de marchés financiers d'actifs publics ou privés. Par conséquent, le secteur bancaire est amené à jouer un rôle considérable dans le processus d'allocation des ressources. A ce titre, les gouvernements cherchent donc à y exercer un contrôle direct ou indirect au service de l'intérêt public. Ces contrôles prennent des formes diverses et variées: depuis la nationalisation pure et simple du secteur jusqu'à la mise en place de procédures telles que la fixation des taux d'intérêt au-dessous de leur niveau d'équilibre de marché (pour des secteurs considérés comme prioritaires) ou la constitution de réserves obligatoires permettant à l'Etat de financer son déficit budgétaire à faible coût. Cette répression financière, selon McKinnon et Shaw, ne peut que générer de l'inflation couplée à une faible croissance économique. Car un taux d'inflation élevée caractérise des économies où la répression financière est forte, afin que le taux d'intérêt réel soit négatif réduisant le poids de la dette publique. Or, une forte inflation défavorise des investissements à long terme et exerce un effet nuisible à la croissance.

A - La répression financière selon McKinnon et Shaw

L'école de la « répression financière » s'est constituée autour des travaux fondateurs de McKinnon et Shaw. McKinnon (1973) se focalise sur le cadre d'une économie « fragmentée » qui manque de marchés financiers organisés, tous les agents économiques sont contraints par la pénurie de liquidité et réduits à l'autofinancement, sans qu'il soit besoin de faire une distinction entre épargnants et investisseurs. Cette fragmentation¹ entre épargnant et investisseurs implique que la plupart des investissements sont donc autofinancés et nécessitent une accumulation (épargne) préalable. Cette dernière peut prendre deux formes différentes: une épargne sous forme d'actifs réels improductifs (qui rapporteront, au mieux, le taux d'inflation anticipé) ou une épargne sous forme d'encaisses monétaires réelles (dépôts

¹ La fragmentation est définie comme le fait que "les entreprises et les ménages sont tellement isolés qu'ils doivent faire face à des prix effectifs différents pour la terre, le capital et les marchandises et qu'ils n'ont pas accès aux mêmes technologies" (McKinnon, 1973, p.5).

bancaires). L'épargne sous forme de dépôts bancaires est supposée être une fonction croissante de sa rémunération réelle, c'est-à-dire le taux d'intérêt servi sur les dépôts: plus le taux est élevé et plus l'incitation à épargner est grande. De ce fait, les encaisses réelles jouent un rôle de « conduite » dans la formation du capital par investissement.

A propos de l'analyse du système financier de l'économie en transition ou en développement, l'apport fondamental de la théorie de McKinnon se situe dans la reformulation de la demande de monnaie. En fait, l'auteur décrit la situation d'une économie peu monétarisée dans laquelle la hausse du taux d'intérêt réel (grâce à une augmentation du taux d'intérêt nominal et/ou à une diminution de l'inflation) permet d'enclencher un processus de monétarisation de l'économie via la mobilisation de l'épargne. En d'autres termes, il présuppose l'existence préalable de l'épargne pour financer l'investissement. En effet, les banques ou les intermédiaires financiers chez McKinnon, compte-tenu de l'hypothèse d'autofinancement, ne se préoccupent pas d'activité de crédit: elles se bornent à collecter l'épargne, à la rémunérer et à la rendre aux épargnants. Pour lui, le problème de sous développement du système financier est à l'origine de l'insuffisance des ressources financières, c'est-à-dire la pénurie de l'épargne. Parallèlement, dans son modèle « d'intermédiation de la dette », Shaw (1973) rejoint l'idée de McKinnon et montre que la hausse du taux servi sur les dépôts, en encourageant la demande de dépôts des agents, accroît la capacité de crédits du secteur bancaire. Cela stimule l'investissement qui est financé de façon externe.

Bref, en tenant compte du rôle de l'Etat dans le fonctionnement du système financier, nous pouvons résumer ainsi les effets de la répression financière de la façon suivante : si l'Etat fixe arbitrairement les taux d'intérêt réels (via la fixation des taux d'intérêt nominaux servis et/ou demandés par les banques) au-dessous de leurs valeurs d'équilibre de marché, il réduit la croissance économique dans la mesure où:

- cela réduit la quantité de fonds disponibles (épargne) pour l'investissement via la baisse des dépôts bancaires;

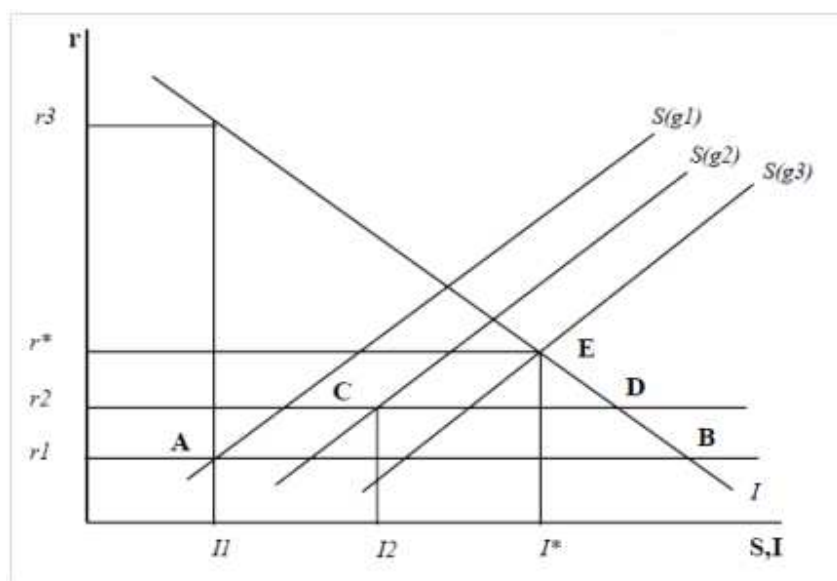
- cela affecte la qualité de l'investissement via la modification de comportement des intermédiaires financiers.

Comme le souligne Shaw : « *les plafonnements effectifs à la baisse des taux créditeurs réels intensifient l'aversion pour le risque et la préférence pour la liquidité des intermédiaires. Les banques accordent une place privilégiée dans leur portefeuille aux emprunteurs à la*

*réputation bien établie, aux entreprises commerciales qui ont connu une longue période de stabilité. Il n'y a que peu d'incitation à l'exploration d'opportunités de prêts nouveaux et plus risqués. ».*¹

Les effets de la fixation des taux d'intérêt au-dessous de leur niveau d'équilibre peuvent être résumés dans la figure suivante (Jomady, 2001, p. 140)

*Figure 3 : Les effets de la répression financière sur l'épargne et l'investissement*²



Nous supposons que l'investissement (I) est une fonction décroissante du taux d'intérêt réel (r) et que l'épargne (S) est une fonction croissante du taux de croissance du revenu national (g) et du taux d'intérêt réel (r). Chaque fonction d'épargne est représentée en fonction d'un certain taux de croissance de l'économie (g). Ici, on suppose que $g_1 < g_2 < g_3$. Les taux d'intérêt r_1 et r_2 correspondent à deux situations d'administration des taux d'intérêt à la baisse telles que:

$$r_1 < r_2 < r^*$$

Avec r^* : taux d'intérêt réel d'équilibre tel que $I^* = S^*$.

¹ Shaw, 1973, p.86.

² Cette figure qui illustre l'essentiel des éléments communs aux modèles de McKinnon et Shaw est fondée sur la synthèse de Fry (1982). Celle-ci a été reprise par d'autres auteurs comme Gibson et Tsakalotos (1994).

Le taux de croissance initial de l'économie est g_1 . Pour r_1 (taux d'intérêt réel servi sur les dépôts bancaires), l'épargne est égale à I_1 . Si les banques pouvaient librement fixer leur taux créditeur au niveau désiré, alors celui-ci se fixerait en r_3 (pour l'investissement I_1) et la marge ainsi dégagée (l'écart entre taux débiteur et taux créditeur) en $r_3 - r_1$. Elles ont tendance à augmenter le taux débiteur pour attirer plus de l'épargne pour servir à financer plus l'investissement.

Cependant, l'administration à la baisse des taux s'applique aussi bien aux dépôts du public qu'aux prêts consentis par les banques (il s'agit, pour le gouvernement de privilégier l'investissement dans certains secteurs prioritaires en réduisant le coût de l'emprunt). Le taux r_1 est donc le taux sur les dépôts aussi bien que le taux des emprunts du public auprès des banques.

Pour ce taux, l'épargne se fixe en I_1 , ce qui permet un investissement de I_1 . Une partie de la demande d'investissement ne peut être satisfaite (segment AB). En d'autres termes, le crédit est rationné et une partie des entrepreneurs ne peut financer l'investissement qui, pourtant, pourrait se révéler profitable. Bien plus, on peut raisonnablement supposer que les projets financés auront un taux de rendement juste supérieur au taux d'intérêt réel r_1 . En effet, l'existence d'un rationnement du crédit peut conduire les banques à adopter un comportement de prudence excessive, c'est à dire à préférer financer des projets peu risqués, donc peu rentables. Ce comportement peut s'expliquer par l'incapacité légale du secteur bancaire à percevoir une prime de risque nécessaire au financement des projets les plus risqués. Ainsi, dans cette fraction de la demande d'investissement non satisfaite (AB), on peut trouver un certain nombre de projets plus risqués mais à forte rentabilité. Ces projets peuvent ne pas voir le jour, faute de financement.

Le passage de r_1 à r_2 illustre le desserrement de la contrainte étatique sur le secteur bancaire. En effet, r_2 correspond toujours à une situation d'administration des taux mais, le taux étant fixé plus haut, la fraction de la demande insatisfaite devient $(CD) < (AB)$. La demande d'investissement insatisfaite ne disparaît qu'à la condition que r se fixe à r^* , i.e. que l'administration à la baisse des taux disparaisse. Le taux de croissance de l'économie se fixe alors en g_3 .

Cette analyse graphique de McKinnon/Shaw vise donc à montrer que, dans le cadre d'une économie réprimée financièrement, la fixation des taux au-dessous de leur valeur d'équilibre réduit l'épargne (baisse des dépôts bancaires) et fixe l'investissement au-dessous

de son niveau optimal. Par ailleurs, l'intervention de l'Etat détériore la rentabilité de l'investissement réalisé dans la mesure où les banques sont forcées par le gouvernement de financer des projets à faibles rendements (production agricole, infrastructure, etc.).

Dans ce contexte, libérer le secteur financier, c'est-à-dire augmenter le niveau des taux d'intérêt réels servis sur les dépôts va stimuler l'accumulation d'encaisses monétaires (l'épargne) et donc permettre la croissance de l'investissement. Cela devrait aussi permettre d'accroître la capacité de transformation financière du système bancaire; d'où une réduction des frais d'intermédiation entre prêteurs et emprunteurs grâce à la réalisation d'économies d'échelle, une meilleure diversification du risque, un accès facilité des emprunteurs aux fonds prêtables, etc. (Levine, 1997).

B - Le développement des approches de la libéralisation financière

Les modèles initiaux de McKinnon et Shaw ont été repris et enrichis par un grand nombre d'auteurs. Kapur (1976) est un des premiers à compléter l'analyse en l'intégrant dans un modèle dynamique. Selon lui, il est préférable d'accroître le taux nominal servi sur les dépôts plutôt que de réduire le rythme de croissance de la masse monétaire (Kapur, 1976). En effet, la première solution permet d'atteindre simultanément deux objectifs: la réduction de l'inflation (grâce à une diminution de la demande de monnaie) et la stimulation directe de l'épargne. Ensuite, Vogel et Buser reprennent l'hypothèse de complémentarité monnaie/capital de McKinnon en l'intégrant dans un modèle d'analyse en termes de risque/rendement. Les deux auteurs introduisent explicitement un troisième actif qui prend la forme de stocks de biens finis ou semi-finis considérés comme des valeurs-refuges contre l'inflation (Vogel et Buser, 1976). Alors que McKinnon/Shaw s'attachent à considérer la répression financière comme le fait que le rendement réel de la monnaie (différence entre taux nominal sur les dépôts et inflation) est réprimé, Vogel et Buser la décrivent en termes de risque croissant attaché à ce même rendement, i.e. à la variabilité croissante du taux nominal servi sur les dépôts et/ou de l'inflation.

Mathieson (1979) ajoute l'effet des entrées de capitaux étrangers dans un modèle de libéralisation financière en économie ouverte. L'idée principale consiste à tenir compte des variations possibles du taux de change réel induites par la libéralisation financière (Mathieson, 1979). En effet, l'augmentation des taux d'intérêt réels consécutive à la levée de la répression financière peut susciter de très importantes entrées de capitaux. Celles-ci sont essentiellement

dues à l'évolution du coût de financement des entreprises domestiques. En effet, la libéralisation financière, qui renchérit de manière importante le coût du crédit lié à la hausse du taux d'intérêt réel, peut pousser les entreprises à emprunter à l'extérieur du pays. Nous pouvons donc assister à des entrées massives de capitaux (type Corée du Sud dans les années 1960 ou Chili dans les années 1970) propres à alimenter des pressions inflationnistes. Dans un système de change fixe, et dans la mesure où la balance globale des paiements devient excédentaire suite à des entrées de capitaux, il y a eu lieu une augmentation automatique (en l'absence de politique de stérilisation) de l'offre de monnaie, phénomène générateur d'inflation¹. Cette hausse des prix réduit le niveau des taux d'intérêt réels, ce qui peut provoquer une nouvelle hausse des taux nominaux. Pour éviter ce problème, Mathieson préconise une dévaluation importante (*overdepreciation*) de la monnaie pour accompagner la politique de libéralisation financière. Cette dévaluation viendra réduire les entrées de capitaux, et donc, la hausse non désirée des taux d'intérêt.

A partir des années 1990, les travaux sur la répression financière visent à montrer la nécessité de la libéralisation des marchés financiers (Levine et Zeros, 1998; Henry, 2000). Ils se focalisent non seulement à identifier des mécanismes propres à ces marchés en cas de libéralisation, mais également à saisir statistiquement et économétriquement la corrélation significative entre marché financier et croissance économique. Ces faits constitutifs d'une nouvelle approche des systèmes monétaires et financiers des pays en développement sont ici restitués. Il apparaît au regard de la littérature d'une part, que le niveau de développement financier n'est pas neutre sur le développement économique. D'autre part, la libéralisation financière est rendue nécessaire à cause de l'inadéquation entre le volume de l'épargne et les besoins d'investissement des pays en développement.

Pourtant, le développement de ces approches n'est pas sans soulever un certain nombre de polémiques. La libéralisation des années 1970 propre aux pays développés a déjà suscité une crainte de déstabilisation des marchés financiers nationaux. Pour les pays en développement en particulier, si elle promet le meilleur, depuis les années 1990 jusqu'à présent, elle a montré ses limites lors des instabilités financières voire de graves dysfonctionnements apparus dans les nombreux pays émergents qui se sont adonnés à la mise en place des mesures de libéralisation financière. La récurrence des crises financières

¹ Dans son étude du cas de la Corée du Sud, Mathieson préconise une stérilisation des capitaux flottants de manière à éliminer le problème d'inflation éventuellement généré par la libéralisation financière.

constitue en effet un point de réflexion sur le bilan qui semblait positif de la libéralisation financière. Par conséquent, le nombre de critiques ne cesse de se multiplier. Au début, le discours économique se limite à l'effet déstabilisateur de la libéralisation financière sur le système financier des pays émergents dont les marchés financiers sont jugés prématurés. Doit-on conclure dans les crises financières l'échec du modèle de développement fondé sur la libéralisation financière et renoncer par conséquent à celle-ci dans les autres pays en développement ? Sur le plan théorique, les réponses sont très diverses.

Puisque l'approche de McKinnon/Shaw conclut donc, invariablement, à souligner le caractère néfaste de la répression financière, la répression financière expliquerait les écarts de développement entre les différents pays. La mise en place de taux nominaux administrés ou de réserves obligatoires et la poursuite de politiques monétaires trop laxistes génératrices d'inflation affecteraient négativement la croissance économique. *A contrario*, la libéralisation financière, parce qu'elle permettrait le développement financier, serait à même d'accélérer le développement économique. Quant aux crises financières, elles résultent de certains effets « secondaires » de la libéralisation financière qui sont liés aux mauvaises conditions institutionnelles des pays et aux réglementations inadaptées de leur autorité financière. Pourtant, cette approche, loin d'être solide même sur le plan théorique, ne cesse d'être critiquée et soulève également de nombreuses polémiques jusqu'aujourd'hui.

II - Les faiblesses théoriques de l'approche de la libéralisation financière

Selon Dornbush et Reynoso, l'approche de la répression financière s'appuie exclusivement sur un paradigme simpliste : « *Le paradigme de la répression financière semble constituer, par certains aspects, (...), une parcelle de vérité... mais aussi une vaste exagération* » (Dornbush et Reynoso, 1989, pp. 205-206). Il convient donc de revisiter un certain nombre des hypothèses fondamentales qui fondent l'approche de McKinnon/Shaw. Nous présentons ici les critiques essentielles adressées à la théorie de la libéralisation financière. La première série de critiques porte sur l'effet, présumé positif pour certains, de la hausse des taux d'intérêt réels sur l'épargne et l'investissement. Bien qu'il n'y ait pas de preuves empiriques solides, les économistes orthodoxes insistent théoriquement que l'augmentation des taux d'intérêt conduit nécessairement à un accroissement de l'épargne. Néanmoins, même sur le plan théorique, l'effet de la libéralisation financière sur l'épargne reste plus ou moins ambigu à cause de l'aspect multidimensionnel et réversible du processus.

Un deuxième type de critiques est offert par la pensée de l'école post-keynésienne qui s'appuie sur les hypothèses de l'instabilité financière de Minsky. En fait, la vision optimiste des effets de la libéralisation financière a été obscurcie par l'instabilité financière voire les crises financières dans les années 1980 et 1990 dans beaucoup de pays en développement. Les difficultés croissantes du système bancaire sous l'effet de l'écclatement de bulle immobilière et du renversement des flux financiers internationaux, notamment dues à la déréglementation du secteur financier, ont entraîné des crises systémiques. En d'autres termes, les défaillances bancaires à l'origine de la fragilité financière peuvent être expliquées, en grande partie, par les comportements spéculatifs des banques induits par la libéralisation financière, particulièrement dans les pays émergents (Miotti et Plihon, 2001).

Ensuite, le troisième point de critiques s'appuie sur l'absence de prise en compte des imperfections (Grossman et Stiglitz, 1980), qui règnent sur les marchés financiers. Les principaux désaccords sont à l'origine du choix des hypothèses fondamentales. Or les tenants de la libéralisation financière affirment qu'il ne peut exister de rationnement du crédit lorsque les taux d'intérêt sont fixés à leur niveau d'équilibre dans le cadre d'un marché purement concurrentiel.

Enfin, le dernier point est lié aux problèmes de financement des dépenses publiques. Le revenu tiré de la répression financière peut constituer une part non négligeable des ressources publiques. Si tel est le cas, une politique de libéralisation financière peut se traduire par une diminution importante des ressources de l'Etat qui accroît la difficulté des finances publiques des pays concernés.

Toutes ces critiques permettent de révéler certaines limites des politiques de libéralisation financière, notamment pour les pays en développement et en transition. Pourtant, il ne s'agit pas de nier complètement la contribution du système financier après la libéralisation à la croissance économique en termes d'amélioration de la productivité des intermédiaires financiers et d'efficacité de l'allocation des ressources, mais de mieux comprendre pourquoi cette contribution n'est pas si importante que nous espérons et comment les risques financiers s'accumulent et se transforment en crises financière et monétaire graves notamment dans les pays en développement.

A - Effet indéterminé du taux d'intérêt sur l'épargne

Les théoriciens néoclassiques considèrent que l'épargne est une fonction croissante du taux d'intérêt réel. Ainsi, ils supposent que l'effet substitution domine l'effet revenu : la hausse des taux d'intérêt inciterait les agents à reporter une partie de leur consommation présente à la période suivante. Globalement, les agents consentiraient donc à réduire leur consommation présente parce que le niveau des taux d'intérêt serait suffisamment élevé pour compenser leur satisfaction au présent.

1) Effet substitution *versus* effet revenu ?

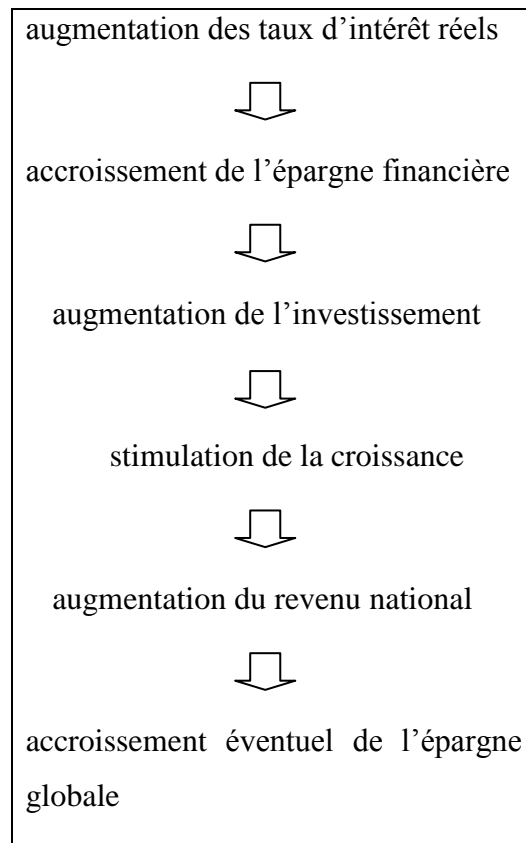
Même dans les pays développés comme les États-Unis, la prise en compte des deux effets rend l'impact d'une variation des taux d'intérêt réels sur le volume de l'épargne *a priori* incertaine : *la compensation entre l'effet revenu et l'effet de substitution d'un accroissement des taux d'intérêt implique que l'impact net sur l'épargne doit être ambigu. (...) Les évidences (empiriques) en ce qui concerne les États-Unis et les autres pays industrialisés conduisent au scepticisme dans la mesure où, virtuellement, aucune étude n'a démontré l'existence d'un effet net discernable.* (Dornbush et Reynoso, 1989, p. 205). Autrement dit, l'impact de la

variation du taux d'intérêt sur l'épargne a deux effets opposés: soit un effet substitution, soit un effet revenu (l'un positif, l'autre négatif, sur le taux d'épargne).

Avec de plus en plus des testes empiriques, il semble que la prédominance de l'effet substitution est largement remise en cause. En fait, l'affirmation théorique selon laquelle le partage entre consommation future (c'est-à-dire épargne) et consommation présente se fait en fonction du taux d'intérêt n'est pas confirmée par les données statistiques. Nombreuses études empiriques montrent les contre-exemples. Par exemple au Chili, malgré l'accroissement important de l'intermédiation financière dû à la libéralisation financière, le taux moyen d'épargne chilien est demeuré relativement stable (Velasco, 1988) (10,7% en moyenne sur la période 1974-1983 contre 12,6% entre 1966 et 1973). Même certains auteurs comme Gupta, qui est pour la libéralisation financière, ne parvient à mettre en évidence un impact positif de la hausse des taux d'intérêt sur l'épargne agrégée que dans quatre pays en développement (Pakistan, Philippines, Sri Lanka et Thaïlande) (Gupta, 1984). Car dans certains cas, l'augmentation des taux d'intérêt réels semble affecter de manière inverse l'épargne financière¹ et l'épargne globale (Arrieta, 1988). Dans les économies développées, ce phénomène est souvent expliqué par l'effet richesse qui résulte de l'augmentation de la valeur des actifs détenus par un consommateur qui l'incite à faire des dépenses supplémentaires et épargner moins. En d'autres termes, il existe en quelque sorte un mécanisme de neutralisation réciproque des deux effets qui explique pourquoi nous constatons généralement que l'épargne globale demeure inchangée après la libéralisation du système financier.

Or, ce phénomène de complexité ne suffit pas à remettre fondamentalement en cause les conclusions de McKinnon et Shaw. Parce qu'en principe, la détention des actifs financiers peut être interprétée en termes de « l'épargne financière ». Celle-ci contribue également à la croissance d'investissement via la finance directe. En effet, l'impact sur l'épargne globale n'intervient qu'*a posteriori* en fonction du schéma ci dessous:

¹ L'épargne financière est constituée sous forme d'actifs financier.



A propension à épargner constante, le but de la libéralisation financière consiste à faire augmenter l'épargne financière en la centralisant par les intermédiaires financières grâce au drainage de l'épargne informelle. En outre, du point de vue de la comptabilité nationale, l'épargne globale est calculée comme le solde entre la formation brute de capital fixe et le solde des mouvements de capitaux avec l'extérieur. Ainsi, en cas de hausse des taux d'intérêt réels (qui réduiraient le volume de l'investissement domestique et attireraient les capitaux étrangers), la libéralisation financière pourrait donc se traduire par une diminution mécanique de l'épargne globale. Mais son effet positif sur l'investissement et la croissance économique peut être encore garanti, parce que la baisse de l'investissement domestique pouvait être compensée par les entrées des capitaux étrangers.

En effet, la complexité de l'apport de libéralisation financière sur la croissance économique se trouve dans la relation entre taux d'intérêt, volume de l'épargne et coût de crédit. D'une part, la hausse des taux d'intérêt favorise la mobilisation de l'épargne vers le système bancaire ; mais d'autre part, cette hausse des taux entraîne aussi une hausse du coût de financement au détriment de l'investissement. Pour se débarrasser de cette complexité, les théoriciens de la libéralisation financière insistent sur la notion du dualisme de la finance pour

éclairer l'effet positif de la libéralisation sur l'amélioration de financement des pays en développement.

2) Le dualisme entre la finance formelle et la finance informelle

Selon les théoriciens de la libéralisation financière, les secteurs financiers des pays en développement sont donc caractérisés par un degré élevé de dualisme financier, c'est-à-dire la juxtaposition des secteurs bancaire et informel en matière de financement. La présence d'une finance informelle aux cotés de la finance formelle serait la conséquence de l'inefficacité du secteur financier formel, inefficacité due en grande partie à la rigidité du secteur formel et l'omniprésence des pouvoirs publics, principalement en matière de fixation des taux d'intérêt, sur les institutions du secteur formel, empêchant ce dernier de s'adapter aux conditions spécifiques de l'économie des pays en développement. Du fait que la finance informelle est le signe du sous-développement financier de ces pays, toutes les mesures de la libéralisation financière qui visent à réduire le degré de dualisme financier permettent logiquement d'améliorer la condition de financement dans les pays en développement.

Mais une « régularisation forcée » de la finance informelle dans le système financier formel ne rend pas l'argumentation de l'école de la libéralisation financière plus convaincante. D'abord, si les crédits bancaires sont considérés comme substituts parfaits des crédits informels, le taux d'intérêt bancaire peut être contre-productif (Van Wijnbergen, 1983). Car, du fait qu'il draine une partie de l'épargne informelle vers les banques, il réduit donc le volume des prêts informels et des investissements. Partant de là, le financement total de l'activité diminue tant que de nombreux agents se financent auprès des circuits informels. Ensuite, si les crédits bancaires et les crédits informels sont parfaitement non substituables¹, l'augmentation des taux d'intérêt bancaires n'a pas d'effet sur les flux informels que ce soient les dépôts d'épargne ou les crédits. Cependant, en réduisant la demande de l'épargne formelle ou bancaire, elle affecte la quantité de monnaie fiduciaire présente dans les circuits informels. Or, les crédits et l'épargne informels ont pour support la monnaie fiduciaire. La réduction de cette dernière a pour conséquence la baisse du volume total des crédits et de l'épargne informels. Par conséquent, dans les deux cas, l'investissement diminuera.

¹ Ce sont les hypothèses de Park (1974) et Eboue (1990).

Ainsi, les critiques néo-structuralistes prennent en considération le secteur financier formel et informel. Elles ont mis en évidence les effets négatifs d'une hausse des taux d'intérêt, conséquence directe de la libéralisation financière. En fait, l'existence d'un marché financier informel est reconnue comme une spécificité majeure des économies en développement ou en transition. Le dualisme financier refléterait celle de la structure de la production et du financement, notamment dans des pays en développement où une grande partie des entreprises privées recourent au financement informel et les grandes entreprises publiques ont accès traditionnellement au crédit bancaire. Dans l'hypothèse du dualisme, à la suite d'une politique de libéralisation financière, la hausse de la rémunération des dépôts à terme dans les banques peut exercer un effet d'éviction sur l'offre d'épargne informelle et une hausse du taux d'intérêt au financement parallèle. Or le taux d'intérêt sur ce marché détermine le volume global d'investissement. L'effet peut être néfaste, car une hausse des coûts de financement à court terme entraîne probablement un effet récessif à moyen terme (le volume de l'investissement diminue). Autrement dit, cette hausse des taux d'intérêt n'entraîne une augmentation de l'épargne domestique que si elle permet un transfert des fonds prêtables du système financier informel vers celui formel par une recomposition du portefeuille des ménages. Sachant que le taux de rentabilité proposé par le système financier informel est généralement beaucoup plus intéressant que le taux de dépôt au système bancaire, pour que cette recomposition soit possible, il faut que le système financier formel soit suffisamment compétitif pour défier certains avantages de la finance informelle.

Or, la persistance de la finance informelle n'est pas un hasard. Le dualisme financier peut être considéré comme une conséquence d'un dualisme déjà existant au sein des structures économiques et sociales des pays en développement. Ainsi, sa dynamique semble être liée à la configuration structurelle des sociétés des pays concernés. D'une part, elle se repose sur des relations de proximité pour se pratiquer en circuit fermé. C'est-à-dire entre les personnes qui se connaissent bien. L'argent ne peut circuler qu'au sein de groupes relativement restreints. L'allocation des ressources n'est donc pas optimale. D'autre part, il y a peu d'accumulation car les créances et les dettes s'éteignent rapidement. L'argent prêté l'est toujours à court terme, la durée n'est jamais au cœur de ces opérations qui sont dénouées rapidement. Dans ces conditions, la finance informelle contribue certes au financement de l'activité économique, en particulier au sein des familles et des micro-entreprises, mais elle n'y contribue que faiblement, pour des montants limités et pour des durées courtes. Ainsi,

nous trouvons que la finance informelle ne vise pas la même catégorie de clients que celle de la finance formelle. Leurs fonctions ne sont pas toujours rivales.

Par ailleurs, même si une hausse du taux d'intérêt sur les dépôts entraîne une recomposition du portefeuille des ménages, le transfert des actifs du secteur financier informel vers le secteur financier formel peut réduire la demande d'encaisses monétaires. Ce qui affecterait alors, à la baisse l'offre de prêts sur les marchés financiers informels, provoquant ainsi une augmentation du taux d'intérêt nominal sur le marché informel. Par conséquent, la hausse des taux d'intérêt accroît le coût du capital productif, ce qui conduit à une augmentation du niveau général des prix (inflation par les coûts) et à une baisse de l'investissement et de la demande réelle.

3) L'apport de l'épargne étrangère

La question de la contribution des capitaux étrangers et de l'épargne étrangère nous semble encore plus complexe. Il s'agit également d'une étude sur l'aspect du régime de change et sur la nature des investissements étrangers. La libéralisation des mouvements de capitaux va intervenir plus tard mais elle n'en est pas moins génératrice d'instabilité. Sur le plan empirique, les nombreuses crises dans les pays émergents ont provoqué une grande inquiétude sur l'effet déstabilisateur des mouvements des capitaux étrangers. Il est certain que ces mouvements ne se manifestaient pas au niveau international lorsque la circulation des capitaux était sous contrôle alors qu'aujourd'hui, nous avons d'un côté des non-résidents qui peuvent venir investir dans le pays et retirer leurs capitaux sans effort et d'un autre côté des résidents qui peuvent investir à l'étranger, favorisant la fuite d'épargnes domestiques notamment du pays en développement vers le pays développé¹. La mobilité totale des capitaux encourage alors les comportements spéculatifs des acteurs sur les marchés financiers et peut par conséquent déstabiliser très fortement le système financier de certains pays concernés au travers de ces mouvements brusques de capitaux.

La critique des néo-structuralistes ne montre qu'une pointe de l'iceberg des faiblesses théoriques de la libéralisation financière. D'autres courants économiques ont également apporté leur propre critique sur la libéralisation financière. Parmi eux, la pensée keynésienne est la plus reconnue. Car selon Keynes, l'épargne est principalement déterminée par le niveau

¹ Nous y reviendrons sur le rôle des entrées de capitaux étrangers dans le chapitre 5.

de revenu des agents économique. La hausse des taux d'intérêt n'influencent que marginalement la consommation et l'épargne. En revanche, une hausse des taux d'intérêt défavorise considérablement l'investissement, ce qui est préjudiciable à la production, au revenu, à la consommation, donc à l'emploi. A partir de là, les postkeynésiens ont développé leur propre critique sur la libéralisation financière.

B - Critiques post-keynésiennes de la libéralisation financière

Contrairement aux néoclassiques, les post-keynésiennes considèrent que l'épargne constitue une fuite dans le multiplicateur traditionnel (Lavoie, 2004). Plus elle est importante, plus l'impact positif d'un accroissement de l'investissement autonome est réduit. D'après eux, le volume de l'épargne ne détermine pas le volume de l'investissement. Car dans la théorie keynésienne, ce dernier dépend de la demande effective et des anticipations des entrepreneurs sur le volume de la demande future. L'investissement dépend également, et de manière négative, du taux d'intérêt. Par conséquent, une augmentation de la propension à épargner peut faire baisser davantage la demande effective et réduit le taux de croissance de l'économie. Ainsi, compte tenu de ces hypothèses très différentes, la libéralisation financière conduit probablement au ralentissement de la croissance économique.

Pour notre analyse de l'évolution du système financier dans une économie en transition, il y a, au moins, deux contributions théoriques post-keynésiennes qui s'opposent aux préceptes de l'école de la libéralisation financière. Elles s'appuient toutes les deux sur la vision keynésienne de la demande effective et sur le statut particulier de l'épargne qui y est associé. Les deux modèles montrent que, dans un contexte de sous-utilisation des capacités de production, la libéralisation financière, parce qu'elle provoque la hausse des coûts de financement à cause de la hausse des taux d'intérêt réels, peut restreindre le niveau d'investissement et enfin déprimer le taux de croissance de l'économie.

1) L'effet du taux d'intérêt sur la demande effective

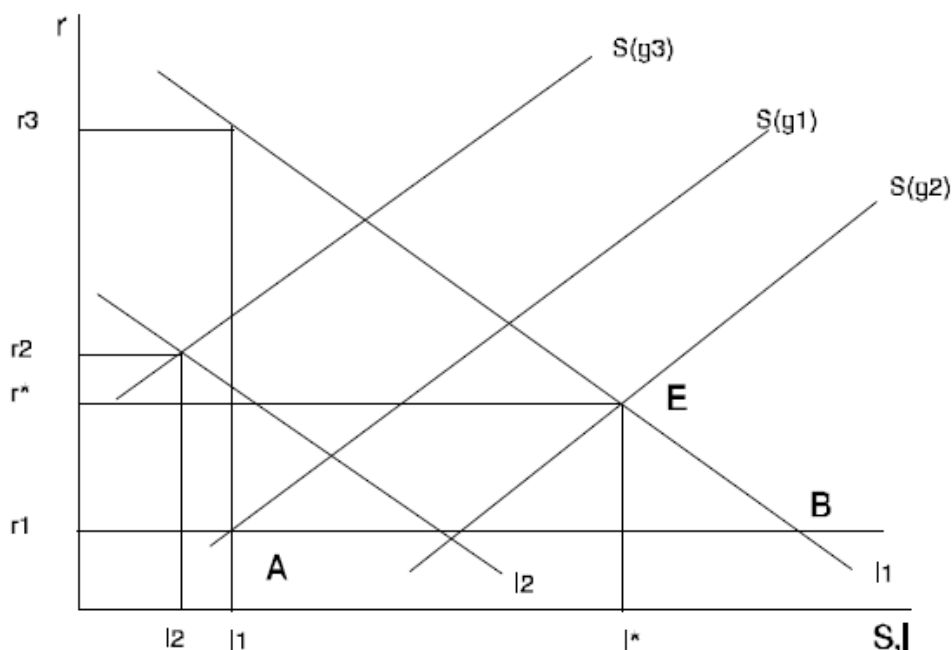
Dans un premier temps, conformément à l'analyse des théoriciens de la libéralisation financière, la hausse des taux d'intérêt servis sur les dépôts accroît les ressources des banques et permet une augmentation de l'offre de fonds prêtables. Car si les dépôts sont mieux rémunérés, les agents vont être incités à épargner plus. Par conséquent, l'augmentation de

l'offre de fonds prêtables entraîne une diminution des taux débiteurs réels grâce à la concurrence entre les banques et favorise donc l'investissement tout en réduisant la marge d'intermédiation¹. Mais chez les post-keynésiens, comme l'épargne signifie moins de consommation et constitue une freine à la croissance économique, ce deuxième effet déprime la demande globale et joue donc en sens inverse du premier.

L'important est donc de mesurer lequel des deux effets l'emporte. Burkett et Dutt (1991) considèrent que c'est le second effet qui va être dominant. Ainsi, du fait que la hausse des taux servi sur les dépôts, la demande effective diminue à cause de la hausse du coût de financement et la baisse du taux de profit qui réduit l'investissement et la production. Et cet effet négatif domine l'impact positif d'une réduction des taux prêteurs. Cet effet pervers peut être amplifié par le comportement des entrepreneurs. Si ces derniers deviennent pessimistes à cause de la baisse effective du taux de profit, l'effet négatif sur l'investissement est renforcé. Enfin, d'après Burkett et Dutt, l'investissement global peut s'établir à un niveau inférieur à celui qui prévalait avant la libéralisation financière. Il est possible d'illustrer ce raisonnement dans la figure suivante :

Figure 4 : Les effets d'une hausse du taux d'intérêt réel : la version post-keynésienne

¹ Cette hypothèse n'a jamais été vérifiée empiriquement. Car, d'une part, l'écart entre taux débiteur et taux créditeur n'est pas significativement réduit après la libéralisation financière dans les pays développés. D'autre part, dans les pays émergents, la concurrence brutalement accrue entre les banques dans la collecte des dépôts et la pression conséquente sur les taux d'intérêt débouchent sur des difficultés remarquables voire la faillite des intermédiaires financiers (Ülgen, 2007).



A partir d'une situation initiale de répression financière, matérialisée par la fixation du taux d'intérêt réel servi sur les dépôts (r_1) en dessous de sa valeur d'équilibre (r^*), McKinnon et Shaw montrent que la libéralisation financière doit permettre d'augmenter l'investissement (passage de I_1 à I^*) et la croissance (passage de g_1 à g_2). Dans l'analyse post-keynésienne, l'investissement dépend à la fois du niveau de la demande effective qui s'adresse aux entrepreneurs, et du taux d'intérêt, sans transiter par l'épargne. Dans ce contexte, l'augmentation du taux d'intérêt réel provoque une diminution de l'investissement (déplacement vers la gauche de la courbe d'investissement), ce qui diminue le taux de croissance de l'économie (g). Conséquemment, l'investissement a diminué (passage de I_1 à I_2). Comme la croissance de l'économie se réduit, l'épargne, qui dépend du revenu, va, elle aussi, diminuer (passage de $S(g_1)$ à $S(g_3)$). Au total, il est donc possible que la hausse des taux d'intérêt réels induite par la libéralisation financière provoque une contraction des activités économiques qui atteignent des niveaux inférieurs à ceux qui prévalaient sous le régime de la répression financière.

L'analyse de Burkett et Dutt montre une autre possibilité dans laquelle une augmentation de fonds prêtables n'assure pas forcément une hausse de l'investissement. Le niveau d'investissement est plutôt déterminé par l'anticipation des entrepreneurs sur le profit au lieu de la variation du taux d'intérêt. Dans une économie en transition, une hausse brutale du taux

d'intérêt ne fait qu'alourdir le coût de financement pour les entreprises déjà en difficulté de financement.

2) Le motif de précaution et la préférence de liquidité

Outre celui de la demande effective, les post-keynésiens s'appuient sur d'autres concepts comme la préférence pour la liquidité et le motif de précaution pour critiquer la théorie de la libéralisation financière. Selon eux, la hausse des taux d'intérêt réels peut conduire, paradoxalement, à un accroissement de la répression financière (Beckerman, 1988). Cette analyse est très pertinente notamment pour l'économie en transition. Parce que le taux d'intérêt réel d'équilibre peut s'avérer *a priori* négatif dans un pays en transition et en développement pour les raisons suivantes.

D'abord, dans une économie en transition où l'environnement économique est incertain ou fortement défavorable, les entreprises sont peu incitées à investir. Les entrepreneurs peuvent, en effet, anticiper des rendements réels des investissements faiblement positifs, voire même négatifs. En conséquence, la demande des crédits destinés à financer l'accumulation de capital fixe peut être faible et conduire à des taux d'intérêt réels négatifs à cause d'un excès de fonds prêtables. Cette opinion a été confirmée par nombreux phénomènes de surliquidité bancaire dans les économies en développement (Doumbia, 2011). Au lieu du manque de la ressource financière, ces pays souffriraient plutôt de la faiblesse de demande de crédit bancaire à cause du niveau d'investissement très bas.

Ensuite, le taux de l'épargne peut être très important en dépit des taux d'intérêt réels négatifs. Ce n'est pas du tout rare dans les économies en transition comme la Chine. Parce que dans un environnement macroéconomique défavorable et incertain, les agents économiques privés, ménages et entreprises, peuvent être amenés à constituer un stock d'épargne de précaution en fonction de leurs anticipations. En ce qui concerne les ménages, ces derniers peuvent constituer une réserve de trésorerie¹ dans le cas où ils n'ont que très difficilement accès au crédit bancaire ou craignent de ne pouvoir assurer le remboursement des dettes qu'ils pourraient contracter auprès des intermédiaires financiers. Mais contrairement à l'approche de la libéralisation financière, il ne s'agit pas d'accumuler des

¹ Tout comme chez McKinnon, les agents constitueraient alors une épargne préalable à toute dépense importante.

dépôts supplémentaires parce qu'ils sont mieux rémunérés, mais de confier ses économies à une banque en dépit de la faiblesse de la rémunération offerte. Quant aux entreprises, elles seraient amenées à constituer une épargne relativement abondante en raison de la préférence pour la liquidité. Si les entrepreneurs ont une vision pessimiste de l'avenir, ils peuvent, à l'instar des ménages, constituer une épargne de précaution¹. Parallèlement, les entreprises peuvent conserver des disponibilités liquides dans l'éventualité d'une reprise soudaine de l'activité. Ainsi, nous voyons bien que la demande de crédits est plus déterminante que le taux d'intérêt dans le cas d'une économie dominée par l'incertitude. Une conjoncture économique instable peut se traduire par des taux d'intérêt réels d'équilibre négatifs, parce qu'elle se conjugue à une faiblesse de la demande d'investissement et à une épargne domestique relativement abondante. Dans un tel contexte, une politique restrictive qui augmente les taux d'intérêt n'a que des effets négatifs sur l'économie.

Enfin, la dernière raison est liée à l'existence de distorsions économiques institutionnelles qui justifie l'existence de taux d'intérêt réel négatifs (Galbis, 1986). En effet, le secteur financier d'un grand nombre de pays en développement se singularise par une structure oligopolistique et l'existence de grands conglomérats à la fois industriels, commerciaux et financiers. Cette intégration donnerait à certains acteurs un grand pouvoir économique et politique. Compte tenu de cette position privilégiée, les conglomérats seraient en mesure d'exercer une forte pression sur les gouvernements pour encourager la fixité des taux d'intérêt nominaux en dessous de leur valeur d'équilibre. En d'autres termes, il s'agit de maintenir la structure oligopolistique en place en régulant la concurrence entre les acteurs et en figeant les positions dominantes des « *insiders* »: « *(Une telle mesure) évite une guerre des prix dans un environnement oligopolistique, guerre au travers de laquelle les différents concurrents peuvent tenter de gagner des parts de marché et peuvent parvenir en définitive à chasser les autres concurrents du marché* ». (Galbis, 1986, p. 125).

Au total, l'intégration de l'incertitude dans l'analyse de la demande de crédit nous permet de comprendre l'effet mitigé du taux d'intérêt. En effet, dans un contexte de taux d'intérêt réels d'équilibre négatifs, les conséquences de la libéralisation financière peuvent être néfastes sur la croissance économique, notamment dans une économie en transition.

¹ Ce phénomène peut aussi être observable aujourd'hui dans les stratégies de repli des entreprises européennes face aux incertitudes dominantes du contexte de crise.

3) L'implication pour les économies en transition

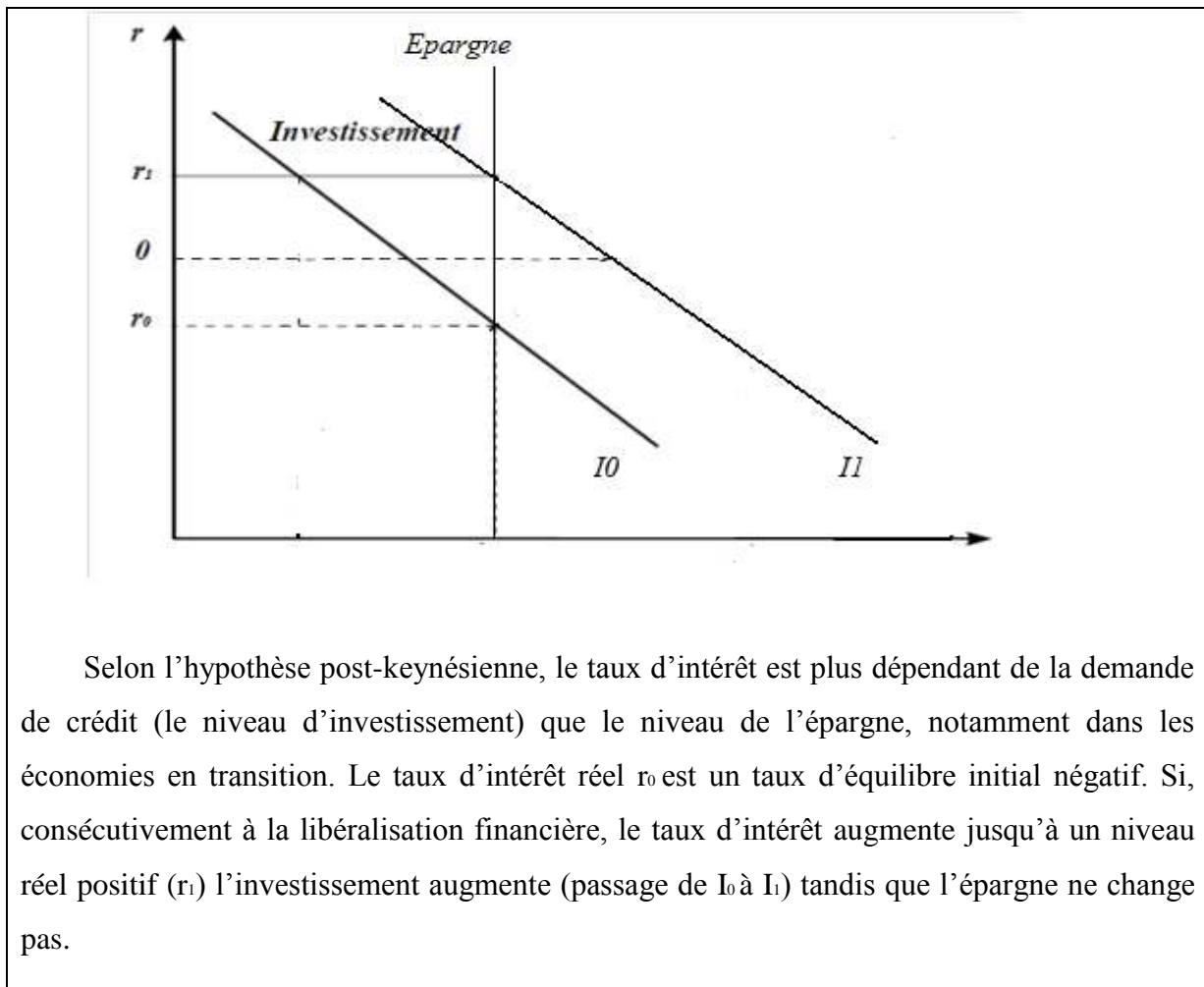
Les critiques post-keynésiennes semblent convaincantes et permettent de comprendre l'hésitation de certaines économies en transition en face de la libéralisation financière. Si l'on prend l'exemple chinois, les banques chinoises profitent depuis longtemps d'une abondante ressource en épargne domestique. Mais compte tenu du faible nombre d'opportunités d'investissement pendant la restructuration des entreprises d'Etat, donc de crédits à accorder, les banques vont disposer d'un excès de ressources qui va nuire à leur rentabilité et va fragiliser leur existence en cas d'une hausse du taux d'intérêt des dépôts. Parce que si les banques prêtent leurs ressources excédentaires avec un taux très bas, il y a peu de chances que les prêts ainsi accordés soient tous rentables. C'est donc ce problème de rentabilité qui justifiait en partie l'existence d'un taux d'intérêt réel négatif. Par contre, si les banques chinoises collectent à nouveau les dépôts avec un taux d'intérêt nominal élevé à cause de la libéralisation financière, ils vont souffrir d'un excès de liquidité qui peut s'avérer dangereux pour leur rentabilité et leur gestion du bilan. Ainsi, que les banques prêtent ou ne prêtent pas, la hausse des taux d'intérêt réels peut toujours entraîner la baisse des profits des banques. Ce type d'argument peut constituer une des explications de la baisse généralement constatée des profits bancaires qui fait suite aux politiques de libéralisation financière.

Ensuite, les entreprises risquent de se trouver en difficulté financière à court-terme à cause de la hausse des taux prêteurs réels. Une entreprise déjà endettée peut se voir contraindre à un nouvel emprunt pour honorer le service de la dette précédente et devra donc supporter des charges d'intérêt plus importantes. La demande de crédits peut donc être inélastique à la hausse des taux d'intérêt et la libéralisation financière peut donc conduire à l'apparition d'une véritable détresse du secteur productif. Là encore, nombre d'entreprises des pays en transition qui ont choisi de libéraliser leur secteur financier ont connu de telles difficultés en termes de rentabilité. Car la modernisation de l'appareil productif et la hausse des coûts de production des entreprises situées en aval contribuent à l'augmentation de leurs besoins de financement et alimentent leur demande de crédit. Si cette demande est réprimée par la hausse des taux d'intérêt, l'ensemble du système productif risque d'être paralysé à cause du dysfonctionnement du système des paiements lié à la pénurie de liquidité.

Enfin, la hausse des taux d'intérêt réels peut provoquer des tensions inflationnistes au sein de l'économie en transition. Ce phénomène peut être expliqué par deux causes. D'une part, une hausse importante des taux d'intérêt préconisée par la libéralisation financière peut restreindre l'accès des agents domestiques au crédit et les forcer à accroître leurs prix de vente

et augmenter probablement le risque d'inflation. En fait, dans la plupart des économies en transition, la hausse des taux d'intérêt avec la libéralisation des prix entraîne généralement le développement du crédit inter-entreprise. Car les entreprises ne peuvent plus supporter la hausse du coût de financement, elles sont obligées de se recourir au crédit informel ou à l'autofinancement. La hausse des prix résultait donc d'un comportement de défense des entreprises en anticipant une baisse de la demande, en vue de maintenir leur marge. En conséquence, le changement de la structure financière à cause de l'incertitude au niveau de financement de transaction et de production peut finalement se refléter au niveau des prix et compromettre la poursuite de la transition économique. La libéralisation des prix peut produire une forte hausse des prix (inflation par des coûts) et ensuite accroître un très grand besoin de liquidité notamment dans les entreprises publiques. C'est donc la hausse des coûts de production des entreprises situées en aval qui contribue à l'augmentation de leurs besoins de financement et engendre une création supplémentaire de monnaie. Dans ce cas, les autorités peuvent être amenées à intervenir pour soutenir les banques et les entreprises publiques qui sont en difficulté de financement à cause de la hausse des taux d'intérêt réels. Il s'agit alors pour le gouvernement de créer suffisamment de monnaie pour réduire l'impact négatif de l'augmentation des charges d'intérêt payées par les secteurs productif et financier. Par exemple, en Chine, si le gouvernement ne subventionne plus la production des entreprises publiques et ne maintient plus le prix des matières premières au niveau bas, le coût de production va forcément être en hausse et entraînera une inflation avec la hausse de l'offre de monnaie et ainsi de suite.

Figure 5 : Les effets d'un accroissement forcé des taux d'intérêt réels



En bref, la critique des post-keynésiens porte donc sur deux points essentiels. Premièrement, dans une situation où l'anticipation des entrepreneurs est plutôt pessimiste, l'offre de crédit est contrainte par la demande effective. La libéralisation financière, même si elle conduit à la croissance de l'épargne, se traduit finalement par un ralentissement de la croissance économique. Deuxièmement, un certain nombre de pays en transition ou en développement se caractériserait par des taux d'intérêt réels négatifs. En fait, une telle situation, qui ne reflète pas forcément l'intervention néfaste des autorités, ne serait que le fait réel de la structure productive de ces économies, comme la mauvaise performance des entreprises publiques et la faible capacité de production du secteur privé. Dans un tel contexte, la libéralisation financière ne ferait qu'accroître la fragilité financière qu'elle se propose pourtant de faire disparaître.

C - Imperfections des marchés financiers et spécificités du système bancaire

Un autre type de critiques se focalise sur la manière dont les théoriciens de la libéralisation financière ont longtemps considéré le fonctionnement des marchés financiers. Dans leur hypothèse fondamentale, tous les marchés, y compris les marchés financiers, sont supposés fonctionner en concurrence pure et parfaite où l'ensemble des agents est parfaitement bien informé. Ainsi, pour les théoriciens de la libéralisation financière, il existe un rationnement du crédit à cause de la fixation des taux d'intérêt en dessous de leur niveau de l'équilibre.

Cependant, selon notre étude précédente sur la difficulté de l'accès aux crédits pour les PME, il est possible de montrer qu'une situation de rationnement du crédit peut exister en dehors de tout contexte de répression financière. Avec la contribution majeure de Stiglitz et Weiss (1981), la théorie économique a intégré la possibilité de l'existence d'un rationnement du crédit y compris sur un marché concurrentiel. Ce dernier serait la conséquence des imperfections « naturelles » des marchés financiers et, en particulier, des asymétries d'informations qui existent entre les prêteurs et les emprunteurs.

En fait, la spécificité des marchés financiers n'a pas été prise au sérieux par les tenants de la libéralisation financière. Cette spécificité se repose sur la constatation que les biens échangés sur ce type de marchés sont particuliers. Il s'agit de l'octroi de fonds du prêteur contre la promesse d'un rendement futur de l'emprunteur. Cet échange comporte une grande part d'incertitude pour le prêteur : il n'est *a priori* pas certain de la volonté, ou de la capacité, de remboursement de l'emprunteur. En d'autres termes, il lui faut affecter une probabilité de défaillance à l'emprunteur. L'évaluation de cette dernière est intimement liée à l'information dont dispose le prêteur sur l'emprunteur. Or, ce dernier est le seul à connaître *a priori* sa probabilité de défaillance et le contrôle du créancier sur les actions de l'emprunteur est imparfait :

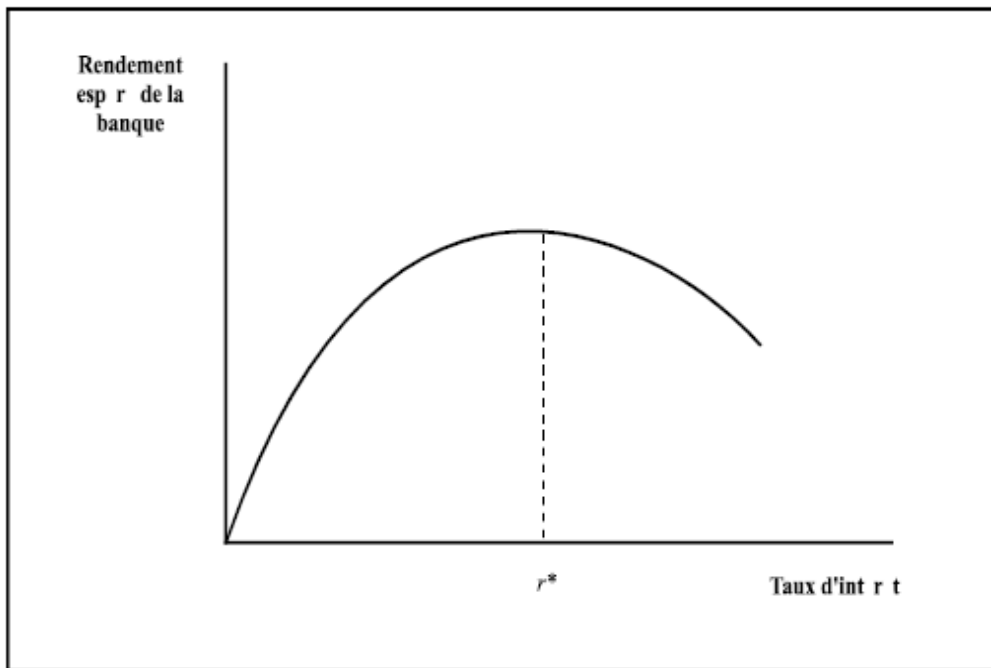
« Traiter le marché du crédit comme un marché semblable aux autres ignore l'hétérogénéité essentielle des contrats de crédits – les différences dans la probabilité de défaillance. Cela ignore également les problèmes essentiels d'information - alors que le prêteur sait que les emprunteurs ont des probabilités de défaut différentes, il n'a pas la possibilité de savoir avec certitude quels emprunteurs ont les probabilités de défaillance élevées ; de même, alors que le prêteur sait que les emprunteurs peuvent adopter des

comportements qui affectent la probabilité de son remboursement, il lui est impossible de contrôler parfaitement ces actions ». (Stiglitz, 1989, p. 159)

La banque ou l'intermédiaire financier, comme tout autre prêteur, doit faire face à une asymétrie d'information. Le taux d'intérêt qu'accepte l'emprunteur à payer représente un véritable signal pour la banque. Il renseigne l'intermédiaire sur la probabilité *ex ante* de défaillance de l'emprunteur : plus ce dernier est disposé de payer un taux d'intérêt important, plus son investissement est risqué et donc plus sa probabilité de défaillance est élevée. Ainsi, au fur et à mesure que le taux d'intérêt réel prêteur s'accroît, le risque des emprunteurs augmente également et par conséquent les profits bancaires anticipés peuvent diminuer. Parallèlement, la hausse des taux d'intérêt implique également un comportement différent de l'emprunteur : confronté à des charges d'intérêt plus élevées, ce dernier va être incité à entreprendre des projets plus risqués, des projets dont la probabilité de succès est plus faible mais où le rendement est plus élevé lorsqu'ils réussissent.

Par conséquent, la banque va chercher à élaborer des contrats de prêts dont l'objectif est la réduction du risque encouru. Pour ce faire, la banque doit à la fois inciter les emprunteurs à agir dans l'intérêt de la banque et trouver le moyen de sélectionner les emprunteurs les moins risqués. Ceci implique que le profit marginal anticipé de la banque n'est croissant qu'au-dessous d'un taux d'intérêt optimal. Ainsi, il existe un taux d'intérêt réel prêteur optimal (r^*) pour la banque au delà duquel son espérance de profit diminue. C'est ce que montre la figure suivante :

Figure 6 : Asymétrie d'information et rendement espéré de la banque selon Stiglitz et Weiss



L'apport essentiel de Stiglitz et Weiss peut donc se résumer de la manière suivante : alors qu'une augmentation modérée du taux d'intérêt prêteur (et par le même du taux servi sur les dépôts car le profit est nul à l'équilibre) peut permettre d'accroître l'offre de crédits, un accroissement supplémentaire, au delà du taux optimal, réduit l'activité de prêts dans la mesure où elle réduit l'espérance de profit de la banque et ce, pour deux raisons :

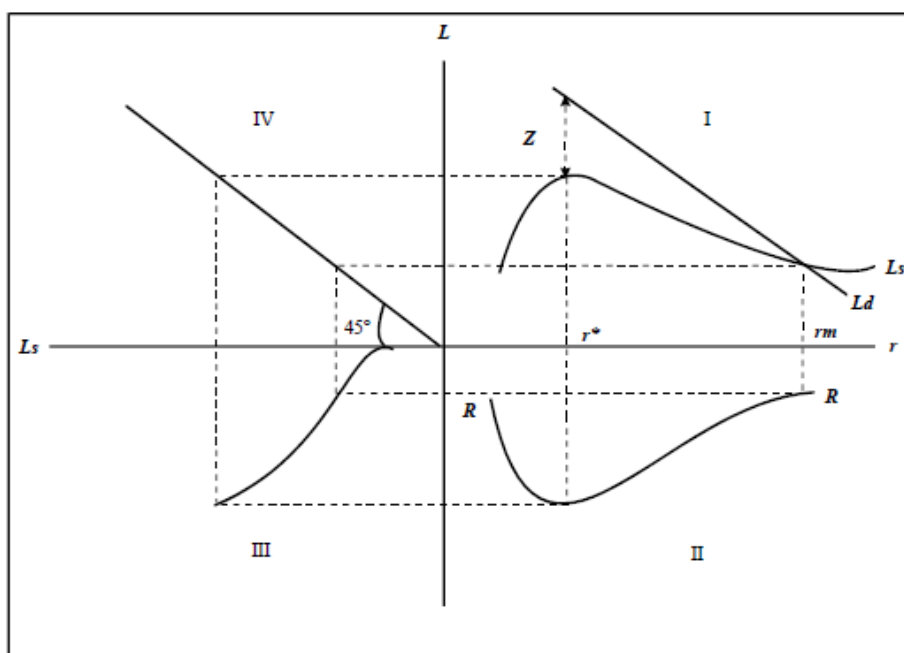
1. les emprunteurs sérieux vont être découragés et vont quitter le marché du crédit laissant la place aux emprunteurs les plus risqués. C'est l'effet dit d'anti-sélection;
2. les autres emprunteurs vont être incités à entreprendre des projets plus risqués parce que de meilleurs rendements sont associés à ces derniers. C'est l'effet dit d'aléa moral (d'incitation négative).

Par conséquent, le cadre microéconomique sans asymétries, dans lequel tout équilibre est Pareto-optimal, ne peut concerner les marchés financiers caractérisés par l'asymétrie de l'information et l'incomplétude des contrats. C'est l'effet « d'incitation négative ». Car le profit anticipé de la banque est une fonction décroissante du risque attaché au prêt. Au delà d'un niveau du taux d'intérêt optimal, toute augmentation du taux d'intérêt exclut les emprunteurs les moins risqués du marché. Ce phénomène affecte négativement le profit du banquier et l'incite à réduire son offre de crédit. Cet effet négatif peut dominer l'effet positif

direct de l'augmentation du taux d'intérêt sur la rentabilité de crédit. Ainsi, l'offre de crédits et le taux de profit anticipé de la banque peuvent-elles être des fonctions non monotones.

Encadré 1: la démonstration de la formation du taux d'intérêt sous optimal

Dans leur article, Stiglitz et Weiss proposent un exemple de représentation graphique où le taux d'intérêt prêteur optimal pratiqué par les banques est inférieur au taux de l'équilibre du marché.



Dans la figure ci-dessus, le quadrant I illustre les relations entre le taux d'intérêt (r) et la demande (L_d) et l'offre (L_s) de crédits. La demande apparaît comme une fonction décroissante du taux d'intérêt. En revanche, l'offre croît avec le taux d'intérêt tant que $r \leq r^*$. En effet, un accroissement du taux au-delà du taux optimal réduit le profit anticipé par la banque dans la mesure où jouent les effets d'anti-sélection (élimination du marché des prêteurs les moins risqués) et « d'incitation négative » pour les emprunteurs (ces derniers sont incités à entreprendre des projets de plus en plus risqués). En conséquence, la courbe d'offre de crédits apparaît comme une fonction décroissante du taux d'intérêt au delà de r^* .

Le quadrant II, à partir du même type de raisonnement, illustre le fait que le profit anticipé de la banque est une fonction non-monotone du taux d'intérêt : au delà du taux optimal, ce dernier apparaît comme une fonction décroissante du taux d'intérêt.

Dans le quadrant III, on représente l'offre de crédit comme une fonction croissante du profit anticipé par les banques. Tant que $r \leq r^*$, l'offre de crédits croît avec le profit anticipé. Au delà, le profit anticipé et l'offre de crédits diminuent ce qui, graphiquement, se traduit par un retour vers le haut le long de la courbe.

Dans le premier quadrant, il apparaît que le taux d'équilibre du marché du crédit (r_m), est supérieur au taux optimal de la banque (r^*). Il apparaît ainsi une situation de rationnement du crédit dans la mesure où en r^* , il existe une demande de crédits non-satisfaite (Z).

Dans cet exemple, le taux d'équilibre de marché n'est donc pas le taux optimal pour la banque. En outre, si les autorités publiques, compte tenu de la politique de libéralisation financière, font en sorte que le taux d'intérêt se fixe à son niveau d'équilibre walrasien, le rationnement du crédit disparaît mais l'équilibre ainsi atteint n'est pas optimal, parce que 1) le profit bancaire marginal anticipé est inférieur au profit optimal ; 2) les banques sont obligées de financer les investissements les plus risqués. Ainsi, la libéralisation des taux d'intérêt ne semble donc pas, à elle seule, être la condition nécessaire et suffisante à l'allocation optimale des ressources lorsque l'on prend en compte les imperfections du marché financier.

C'est pourquoi il ne faut pas simplifier la libéralisation financière comme un ajustement des mécanismes de formation des prix et d'allocation des capitaux dans le but d'accorder une plus grande place au marché. Il s'agit également et surtout une transformation ou une adaptation du cadre institutionnel et réglementaire des intervenants sur le marché financier. Le premier aspect devrait conduire principalement à réduire les distorsions de marché dues aux interventions publiques, tandis que le second aspect permettrait de lutter contre les problèmes d'asymétrie d'information (Levine, 1996). En général, dans les pays en transition, avant que la répression financière ne soit abolie, les distorsions de marché dues aux interventions de l'Etat étaient plus importantes que celles provenant de l'asymétrie d'information. Mais à la suite du mouvement de libéralisation financière, les problèmes d'asymétrie d'information sur le marché financier deviennent d'autant plus importants dans les pays en transition. Car dans ces pays, la libéralisation financière risque d'entraîner des problèmes d'information plus sévères. Dans le système de finance administrée antérieur, il s'établissait des relations durables et suivies entre banques et emprunteurs, sur une base bilatérale, qui assurait une bonne évaluation des risques. Après la libéralisation, les banques font face à de nouvelles

entreprises qu'elles n'ont pas ni le temps ni les moyens de connaître et leur comportement se modifiera.

Il est souhaitable que les banques puissent mettre en place et apprendre à utiliser les outils d'analyse de projets d'investissement afin de surmonter les asymétries d'information. Dans la plupart des cas, l'utilisation de garanties dans les contrats de prêts permet de faire face aux asymétries d'information. Cela suppose la préexistence d'un système légal efficace permettant de pénaliser les contractants en cas de renoncement à leurs obligations. Ainsi, l'intervention des pouvoirs publics est importante. Ils doivent non seulement mettre en place une infrastructure légale permettant aux parties contractantes de faire face en cas de non respect du contrat par l'une des deux parties, mais surtout d'établir un système d'évaluation sur la crédibilité des individus pour faciliter la diffusion et la standardisation de la publication de l'information des emprunteurs.

Au final, la libéralisation financière ne permet pas d'éliminer automatiquement la contrainte de financement à cause du rationnement de crédit et de la persistance d'imperfections de marché. Pour les économies en transition en particulier, l'accès aux crédits bancaires dans le système de la répression financière avant l'application de la nouvelle politique était étroit et les banques ne connaissaient pas leurs nouveaux clients suite à la libéralisation financière. Cela implique une longue période d'apprentissage dans laquelle les banques peuvent établir une connaissance plus approfondie des risques liés à leurs clients (Stiglitz, 1998). Les nouveaux risques supplémentaires à la suite de la libéralisation financière ne sont pas suffisamment pris au sérieux ni par les intermédiaires financiers, ni par les autorités financières des pays en développement. C'est là une raison principale de l'accumulation des risques qui sont à l'origine des crises financières.

III - Les faiblesses empiriques révélées par les crises financières

Avant la libéralisation financière, l'objectif de l'intervention publique, qui prévalait encore dans les années 1980 dans de nombreux pays développés, était essentiellement de se substituer au marché défaillant, en administrant les prix (taux créditeurs versés aux déposants, taux débiteurs dus par les entreprises, commissions bancaires) et les volumes (encadrement du crédit, contrôle des changes). Le démantèlement de ce type de contrôle (déréglementation) a laissé place à une supervision prudentielle dont le but est d'orienter les comportements des institutions financières vers plus de prudence, tout en laissant jouer les mécanismes de marché et en veillant particulièrement au maintien de conditions équitables et loyales de concurrence (*level playing field*).

À la différence de l'expérience des pays développés qui s'est déroulée dans les années 1980, le processus de libéralisation financière des pays en développement et en transition intervient dans un contexte de mondialisation et d'innovation financière accélérée. Or, depuis les années 1990, la vision optimiste des effets de la libéralisation financière a été remise en cause par les instabilités voire les crises financières qu'ont connues les pays en développement et en transition. Cet accroissement de l'instabilité peut être expliqué par plusieurs facteurs dont les retards institutionnels au sein du système financier vis-à-vis aux nouveaux risques apparus. Aujourd'hui, de plus en plus des travaux (Boyer, et al., 2004) considèrent que la crise prend avant tout ses racines dans la déréglementation et la libéralisation financière généralisée, elles-mêmes motivées par la croyance idéologique dans les vertus du marché. Il faut repenser entièrement la finalité de la nécessaire re-réglementation des marchés financiers en précisant les nouveaux risques apparus.

Selon notre analyse du premier chapitre, la libéralisation financière peut accroître certains risques dans de nombreux pays développés. Par exemple, une concurrence accrue au sein du système bancaire peut provoquer une forte croissance du crédit liée à un assouplissement des conditions d'octroi des prêts, car les banques cherchent à maintenir leurs profits et leurs parts de marché. Pour les pays en développement, elle peut d'ailleurs conduire à l'apparition de nouveaux risques, comme par le biais de la contagion financière, si l'aversion au risque vis-à-vis des marchés financiers émergents s'inverse brusquement, compte tenu du rôle essentiel des investisseurs institutionnels notamment les *hedge funds* dans les flux financiers transfrontières et des modifications brutales de leurs portefeuilles.

A - L'instabilité financière accrue du fait de nouveaux risques

La première catégorie de risques se trouve au sein des banques en tant qu'institutions financières. En effet, la libéralisation des taux d'intérêt accroît leur volatilité, exigeant une gestion plus attentive des risques supportés par le portefeuille des banques. Or les banquiers habitués à un système financier réglementé n'ont pas nécessairement les compétences ni l'expérience nécessaire pour gérer ces risques. L'évaluation des projets risqués et leur contrôle supposent des compétences qui n'ont pu être acquises durant toute la période où le système de crédit était régulé par l'État.

Dans le premier chapitre, nous avons souligné que la déréglementation financière peut entraîner une intensification de la concurrence ce qui érode les profits. Cette baisse des profits incite les banques à une prise de risque excessif et une adoption de politiques agressives de crédit (Dress et Pazarbasioglu, 1998) et de dépôt (Ülgen et al., 2003). Du côté du crédit, les banques sont incitées à financer des projets moins prudents pour tirer une prime de risque. Du côté des dépôts, elles sont incitées à proposer des taux d'intérêt plus élevés que ceux de leurs concurrents. Sinon, elles risqueront de perdre leurs parts de marché, ce qui fait baisser davantage leur valeur de franchise (Demirgüç-Kunt et Detragiache, 1998). Cette incitation à l'augmentation des taux fait accroître l'élasticité des dépôts, ce qui crée davantage d'incitations à la recherche de parts de marché et par conséquent à la prise de risque excessive (Hellmann et al., 2000).

La deuxième catégorie de risques est liée au taux de change dans un contexte d'ouverture des comptes de capitaux. Les différentiels de taux d'intérêt entre les places financières nouvellement libéralisées et le marché mondial des capitaux créent des opportunités de profit par arbitrage entre endettement en devises étrangères et placement en monnaie domestique. L'ouverture financière attire les investisseurs étrangers, ce qui alimente un afflux de capitaux. Cela donne lieu à de nouvelles activités auparavant inexistantes, comme l'intermédiation de ces capitaux de court terme en monnaie étrangère (Bird et Rajan, 2000) et la prospérité des marchés dérivés et la spéculation (Miotti et Plihon, 2001). En fait, la libéralisation financière s'est traduite dans de nombreux pays en développement par une diminution du contrôle des mouvements internationaux de capitaux. Les intermédiaires financiers nouvellement libéralisés se sont engagés dans un nouveau type de risque : le risque de taux de change couru par la levée de fonds sur les marchés de capitaux internationaux et leur transformation en crédits libellés en devises aux agents locaux. Cette disparité monétaire ou *currency mismatch*

transforme le risque de change en risque de crédit provoqué par des agents débiteurs non couverts (Allegret et al., 1999). Il n'est donc pas surprenant que les crises de change précèdent les crises bancaires et contribuent à la vulnérabilité des systèmes financiers nouvellement libéralisés.

La dernière série de nouveaux risques est à l'origine du retard institutionnel lié à la mauvaise régulation macroéconomique de la banque centrale en face de la volatilité accrue du taux d'intérêt. Dans un système financier nouvellement libéralisé, les taux d'intérêt sont désormais déterminés par le marché. Du fait que les taux nominaux deviennent plus volatils, il est nécessaire qu'une stabilisation macroéconomique soit intervenue rapidement avant la libéralisation afin de réduire cette volatilité. En l'absence de stabilisation, la fonction de transformation d'échéance des banques est soumise à un risque de pénurie de liquidités du fait de hausses violentes des taux nominaux et de la hausse du coût des ressources. Quand la libéralisation a lieu avant le développement d'un marché interbancaire efficace, les banques parviennent mal à faire face au problème d'illiquidité à moins que la Banque centrale n'intervienne (De Boissieu, 1994). La pénurie de liquidités dont pâtit une banque peut alors se propager à d'autres banques et se transformer en un mouvement de panique jusqu'à une crise systémique.

Au total, le seul recours aux mécanismes du marché ne suffit pas pour assurer à la fois une meilleure allocation des ressources financières en faveur du développement économique et une diversification des risques pour prévenir des crises financières. Pour les tenants de libéralisation financière, une rapide modernisation du système bancaire permet la mise en œuvre des moyens les plus performants d'évaluation du risque au niveau microéconomique. Les agents économiques peuvent tirer avantage des innovations financières pour diversifier leur risque de sorte que nulle crise financière du passé ne peut se produire aujourd'hui.¹ En autres termes, nous pouvons nous attendre à ce que les mesures micro-prudentielles finissent par maîtriser les risques de crises à travers une optimisation des méthodes quantitatives de l'évaluation des risques et de la rentabilité des actifs. Cependant, il y a des limites à cette gestion individuelle du risque.

D'abord, si tous les participants au marché financier sont dotés des mêmes méthodes d'évaluation et d'objectifs similaires, leur décision d'achat ou de vente va être toujours dans

¹ Une fois la crise a eu lieu notamment dans les pays en transition ou en développement, les explications reposent souvent sur le fait que les marchés bancaires et financiers des pays concernés sont prématurés et imparfaits.

le même sens. Dans ce cas, le fonctionnement d'un marché devient problématique, parce que les transactions financières peuvent prendre un tour dramatique lorsque se retournent les anticipations collectives. Comme la perception du risque est très largement partagée par la majorité des acteurs des marchés financiers, les risques sont corrélés et tendent à manifester un profil cyclique. Ensuite, certaines variables macroéconomiques exogènes affectent lourdement la formation des anticipations des individus. C'est le cas du taux d'inflation, du taux de change, du taux d'intérêt ou encore du taux de croissance. En effet, des chocs macroéconomiques majeurs (crise de change, hausse brutale des taux d'intérêt, une récession économique) sont susceptibles d'affecter l'exposition commune des établissements financiers aux risques. Or il ressort que les acteurs des marchés financiers réagissent presque systématiquement dans le même sens lorsqu'intervient un renversement de ces variables (Brender et Pisani, 2001).

Puisque les modèles de type gestion des portefeuilles au niveau individuel ont leurs propres limites, il ne s'agit plus d'expliquer la défaillance d'une banque ou d'une institution financière mais la crise d'un système bancaire dans son ensemble. Autrement dit, il faut mieux cerner l'impact d'une défaillance locale sur la stabilité de l'ensemble du système financier. A cet égard, l'approche micro-prudentielle est nécessaire mais insuffisante puisqu'elle doit être complétée par des mesures macro-prudentielles, à l'initiative des autorités publiques pour stabiliser le système financier au niveau macroéconomique et contenir le risque systémique.

C'est le moment de réviser les dispositifs institutionnels et réglementaires des autorités publiques. Dans les pays développés, lorsque la faillite d'une institution financière va se répercuter sur les autres acteurs financiers et par voie de conséquence sur le secteur réel, leur autorité monétaire et financière intervient rapidement et directement pour prévenir le risque systémique. L'intervention des pouvoirs publics vise alors « *a posteriori* » à empêcher la transformation du risque en crise systémique majeure. En général, les banques centrales agissent en apportant des liquidités. C'est ce que nous appelons leur fonction de « prêteur en dernier ressort ». Dans certains cas, les gouvernements interviennent également pour empêcher en urgence l'arrêt d'activité des banques et des institutions financières dont la mise en faillite provoqueraient trop d'effets négatifs en chaîne (dévalorisation des actifs, diffusion de la méfiance)¹. Or il ne faut pas croire que, dans toutes les économies en transition, les

¹ C'est donc la fameuse expression « *Too big to fail* » (trop gros pour chuter). Nous pouvons donner de nombreux exemples dans les pays développés. En 2008, le gouvernement du Royaume Uni a, au

autorités monétaires soient complètement inattentives vis-à-vis de nouveaux risques apportés par la libéralisation financière, y compris le risque systémique. Mais dans la plupart des cas, elles ont aussi beaucoup souffert d'une crise des finances publiques, et par conséquent n'ont aucun moyen financier ou/ et budgétaire crédible pour stabiliser leur système financier.

B - La crise des finances publiques et l'instabilité macroéconomique

Jusqu'à ici, peu de travaux se sont intéressés à la difficulté du financement public liée à la libéralisation financière, notamment dans les pays en transition. La plupart de ces pays se trouvent dans un état de « finance rudimentaire » (Gurley et Shaw, 1960) où le secteur bancaire constitue très souvent le seul secteur financier officiel, d'où l'intérêt de McKinnon et Shaw pour ce dernier. Dans ce contexte particulier, les différents gouvernements, en cherchant avec plus ou moins de bonheur à intervenir dans le processus, doivent souvent faire face à des déficits publics dont les montants sont parfois extrêmement élevés.

C'est la raison pour laquelle certains économistes (Bencivenga et Smith, 1992; Giovannini et De Melo, 1993) considèrent que la répression financière est un moyen privilégié pour l'Etat de financer ses dépenses. En fait, l'absence de marchés obligataires et les difficultés d'accès au financement extérieur peuvent constituer une incitation forte pour l'Etat de promouvoir de mesures visant à réprimer le secteur financier. Car un contrôle étroit du secteur bancaire permet à la fois de faciliter le financement du déficit public, de juguler l'inflation en évitant le recours systématique à l'émission monétaire et de pallier les carences du système fiscal notamment dans les économies en transition. Mais comme ils n'abordent pas le problème de financement du déficit que peut poser la libéralisation financière, les autres auteurs (Roubini et Sala-i-Martin, 1995; Espinosa et Hunter, 1994) tendent à tempérer la principale justification de la répression financière dans le financement de l'Etat¹.

Pour la plupart des économistes libéraux, la libéralisation financière est toujours nécessaire car la répression du système financier est néfaste à long terme. Quant à l'Etat lui-

moins provisoirement, nationalisé Northern Rock et la Banque centrale des Etats Unis a favorisé le rachat de Bear Stearns par la banque JP Morgan Chase pour « une bouchée de pain » en garantissant de plus la banque repreneuse à hauteur de 30 milliards de dollars. L'essentiel est que les dettes de chacune de ces banques soient bien honorées.

¹ Dans un modèle de croissance endogène, Roubini et Sala-i-Martin (1995) indiquent que le degré d'évasion fiscale dans un pays donné détermine le degré de répression financière, puisque le secteur financier offre la source principale et plus facile de recettes à l'Etat.

même, avec la libéralisation financière, il peut recourir aux marchés des titres publics afin de financer sa dépense budgétaire. En fait, les tenants de la libéralisation financière n'ont pas pris au sérieux des contraintes spéciales dans les économies en transition vis-à-vis du problème des finances publiques et de ses conséquences pervers sur la stabilité financière des pays. Nous soulignons ici deux principaux inconvénients : l'imperfection du système fiscal et l'instabilité du marché des titres de la dette publique.

1) L'imperfection du système fiscal

La première contrainte de financement public est l'imperfection du système fiscal. Giovannini et De Melo (1993) montrent que peu de pays en développement ou en transition sont parvenus à mettre en place un système fiscal efficace. Dès lors, la répression financière peut devenir l'instrument principal de financement du déficit public. Ainsi, la libéralisation financière ne serait pas sans incidence sur les modalités de financement des dépenses gouvernementales et elle doit certainement s'accompagner de mesures visant à améliorer le système fiscal et / ou à réduire le montant des dépenses :... *Nous considérons le contrôle imposé par le gouvernement sur les marchés financiers domestiques comme une forme de taxation (...) Nous soulignons l'impact premier des politiques de libéralisation financière sur les budgets du gouvernement. Le montant (important) du revenu gouvernemental tiré de la répression financière indique dans quelle mesure il est nécessaire d'accompagner les politiques de libéralisation par des changements dans le système fiscal et dans les dépenses publiques...* (1993, p. 954). Ainsi, la contribution de la répression financière à la finance publique est soulignée plus tard par Espinosa et Hunter (1994). Ces derniers sont tout aussi convaincus des difficultés que peut poser la libéralisation financière en termes de financement de la dette publique. Du fait que les systèmes fiscaux des pays en développement sont moins efficaces, ils attribuent une partie de la mise en place des restrictions qui pèsent sur le secteur bancaire à la nécessité pour les autorités de trouver un mode de financement alternatif.

Les raisons qui justifient la répression financière s'appuient avant tout sur le coût d'administration associée à la mise en place d'une autre forme de taxation. Pour les raisons historiques, les Etats de l'économie en transition n'auraient pas un système fiscal satisfaisant avant la libéralisation financière. Ils auraient abondamment profité de la répression financière et du sous-développement du système financier pour se procurer des revenus quasi-fiscaux. Ils auraient alors négligé de perfectionner leur système de collecte des ressources

conventionnelles. A la suite de la transition économique, ils n'ont pas pu s'ajuster et compenser la perte de revenus. De nouvelles sources de revenus n'auraient pas été envisagées à cause de l'imperfection voire l'absence du système fiscal, et les déficits se seraient ainsi creusés. Au lieu d'exiger que le système financier se développe du jour au lendemain, les pays en transition ou en développement doivent s'employer à moderniser leur système fiscal. Mais cette réforme fiscale a confronté deux types de difficultés. La première se repose sur le coût d'administration associée à la mise en place d'une autre forme de taxation. La mise en place d'un système fiscal nécessite que les autorités supportent un coût initial qui peut être élevé. Ce coût est lié à la formation et aux salaires des agents chargés du recouvrement de l'impôt, aux dépenses de fonctionnement des services et au contrôle des contribuables qui requiert des capacités d'acquisition et de traitement des informations. Tout cela pèse lourdement sur l'équilibre des finances publiques.

Ensuite, comme la répression financière constitue, de fait, une taxe implicite sur le capital, ce type de politique peut permettre au gouvernement de réaliser une répartition de profit qui favorise, pour des raisons politiques, les salariés au détriment des capitalistes. L'intervention de l'Etat à travers d'un système fiscal implique forcément une nouvelle répartition de revenu. Du fait que la libéralisation financière crée un environnement très favorable à la formation et à l'accroissement de la valeur des actifs financiers, nous assistons à des transferts massifs de revenus générés par le jeu des revenus de la propriété du capital (intérêt, dividende, revenu directement issu de la propriété des entreprises). Bien que l'effet de la libéralisation financière sur la lutte des classes sociales ne soit pas un thème à traiter dans notre analyse, il est clair que la fin du régime de répression financière et l'émergence d'un nouveau système fiscal ont effectivement modifié la structure de répartition des revenus entre les différentes classes sociales. Comme la répression financière constitue effectivement une taxe implicite sur une classe sociale en faveur d'une autre, la mise en place d'une politique de libéralisation financière entraîne aussi une répartition de revenu en faveur des capitalistes financiers qui sont difficilement être taxés à cause de leur source de revenue plus sophistiquée.

Néanmoins, cela ne veut pas dire que la répression financière représente un régime économique optimal ou plus performant. Il s'agit tout simplement de prendre en compte certains contextes spéciaux et défavorables à la mise en place d'une libéralisation financière dans une économie en transition ou en développement. En fait, le déficit budgétaire structurel de certaines économies en transition était déjà substantiel avant la transformation économique,

mais la transition économique et la libéralisation financière ont provoqué une détérioration considérable de la situation des finances publiques. Premièrement, la libéralisation financière a supprimé la possibilité de revenu « quasi fiscal » au travers la répression financière et a entraîné une baisse rapide des recettes fiscales à cause de l'imperfection de la fiscalité. Deuxièmement, les déséquilibres des comptes publics ont été aggravés par un accroissement de la dépense publique sous l'effet des plans de relance budgétaire mais également des engagements financiers importants de l'État, liés notamment aux injections de capitaux dans le secteur bancaire et aux dispositifs de garantie de la dette. Dans la plupart des économies en transition, les interventions publiques ont été effectuées à grande échelle pour limiter l'étendue des perturbations du risque systémique, mais elles ont impliqué un coût d'intervention et conduit à un transfert de risque du secteur bancaire au bilan du secteur public. Mais comment l'Etat finance ses plans de sauvetage ? Même pour les Etats de l'économie développée, aucun parmi eux peuvent compter uniquement sur leur recette fiscale pour financer leur activité. Dans ce cas, l'Etat doit compter sur une autre source de financement : l'émission des titres publics.

2) Le risque de l'émission des titres de la dette publique

La question est donc de savoir qui sont les acheteurs potentiels ? Sur le plan intérieur, ce sont avant tout les banques commerciales. Dans leur bilan, l'évolution de la contrepartie « Créances sur l'Etat » dépend non seulement du montant du déficit budgétaire mais aussi de la répartition des titres publics entre banques et agents non financiers, et en définitive des choix de portefeuille de ces derniers. Si des titres publics souscrits par des banques sont achetés par des agents non financiers, la création monétaire initiale est annulée. Inversement, l'achat par les banques des titres d'Etat à des agents non financiers correspond à de la création monétaire (les banques créent en effet de la monnaie qu'elles offrent aux agents non financiers en échange des titres publics).

En résultat, la participation des agents non financiers privés devient très importante dans les finances publiques. La question cruciale est le comportement des facteurs appartenant au secteur privé : il s'agit notamment de savoir dans quelle mesure les titres émis par les administrations publiques pour financer une augmentation du déficit budgétaire seront considérés comme un accroissement de la valeur nette du patrimoine du secteur privé. Mais dans un environnement instable (c'est souvent le cas des pays en transition ou en

développement), les agents privés ont moins d'intérêts de détenir les titres publics du pays et exigent souvent des primes de risque très élevées. Si l'Etat oblige les banques à détenir des titres publics¹, ces dernières peuvent donc éprouver de sérieuses difficultés à la suite de la libéralisation financière. Car la hausse des taux d'intérêt va augmenter le coût de leurs ressources (passif). Si, parallèlement, les taux servis sur les bons du Trésor n'augmentent pas, le niveau de rémunération des titres publics est trop faible et, par la suite, le risque de faillite sera important (l'actif se dégrade). Dans le calcul de l'impact budgétaire de la libéralisation financière, il faut donc prendre en compte le coût de l'assistance éventuelle à apporter au secteur bancaire ou, à tout le moins, l'accroissement des charges de la dette publique si les titres publics sont à court-terme et si leur rémunération s'accroît.

Sur le plan externe, le recours au financement extérieur peut se révéler difficile et onéreux si le pays connaît des problèmes de soutenabilité de sa dette extérieure. Malheureusement, c'est le cas de la majorité des économies en transition. En fait, avec la libéralisation financière, la progression des ratios dette/PIB dans les années 1990 a amené les pouvoirs publics à se préoccuper davantage des coûts de la gestion de leur dette. En outre, la diminution de la part du crédit bancaire dans le financement des déficits budgétaires au profit de sources non bancaires leur a fait prendre plus nettement conscience du risque représenté par le refinancement de la dette à des taux d'intérêt plus élevés, surtout face à l'internationalisation croissante des marchés de capitaux.

Du fait que les économies en transition se caractérisent par des taux d'inflation relativement plus élevés dont l'évolution est erratique et difficilement maîtrisée, le choix des endettements en devise permet d'évacuer le risque induit par l'inflation et compléter le besoin de financement public. Mais la valeur future de la devise nationale donnant lieu à de fortes incertitudes, car une quantité importante de la dette est libellée en devises étrangères. Bien que les institutions de Bretton Woods affirmaient alors leur confiance dans les flux de capitaux privés² autres que les prêts bancaires pour le financement du développement des pays en développement, la crise mexicaine de fin 1994, puis la crise asiatique, et la crise en

¹ Ce phénomène n'est pas rare dans les pays développés. Par exemple, la Banque d'Angleterre a imposée en octobre 2009 que les banques commerciales détiennent une part plus élevée de titres britanniques (valeurs sûres) pour respecter les normes de liquidité plus strictes, ce qui a réduit la part des valeurs sûres négociables extérieures à environ 70 % de l'encours total.

² Ils contiennent non seulement des investissements directs, mais aussi et surtout des investissements de portefeuille provenant d'investisseurs institutionnels et en particulier des *hedge funds* à la recherche de rendements élevés.

Russie en 1998 et au Brésil de 1998-1999, ont toutefois tempéré cet optimisme de l'endettement extérieur et ont induit de nouvelles réflexions, jusqu'à la présente crise en Grèce, sur des mesures visant à éviter les crises de dette publique dues aux mouvements massifs de capitaux à court terme.

Ces crises récurrentes montrent la fragilité des finances publiques fondées sur l'afflux des capitaux étrangers. L'un des aspects importants de l'évolution des finances publiques depuis la libéralisation financière est la tendance des autorités à recourir de manière croissante à l'emprunt extérieur pour financer la progression de leurs dépenses publiques. Par conséquent, il y a une éviction du financement extérieur sur le financement intérieur qui n'exerce pas toujours des effets positifs sur le financement de l'économie domestique. D'abord, les mesures de l'emprunt international prises par les pouvoirs publics peuvent entraîner une contraction du crédit domestique. Puisque les capitaux étrangers sont sensibles aux taux d'intérêts, les pays en développement ont tendance à augmenter des taux nationaux pour assurer le financement du déficit public. Lorsque les taux d'intérêts s'orientent vers la hausse, la demande du crédit bancaire ainsi que d'autres moyens du financement, sensibles à ces taux, sont évincées par l'accroissement initial des emprunts publics. Deuxièmement, ces entrées de capitaux provoqueraient une hausse du taux de change qui se traduirait non seulement par une baisse du service de la dette et un ralentissement temporaire de l'inflation, mais aussi et surtout par une détérioration de la compétitivité internationale de l'économie¹. C'est pourquoi dans nombre de crises financières des pays en développement, le différentiel accru de taux ne suffit pas à attirer des capitaux étrangers. Car les flux de capitaux étrangers sont de nature très volatile avec les objectifs très différents et parfois contradictoires². En tout cas, ils s'intéressent rarement à investir dans les titres publics émis par les Etats de l'économie en transition dont la monnaie n'a aucune valeur de refuge. Par conséquent, une certaine perte de confiance liée au déficit budgétaire peut entraîner un mouvement de repli qui paralyse soudainement la structure des finances publiques.

¹ C'est-à-dire des répercussions défavorables sur les branches exportatrices ou concurrencées par les importations.

² En général, les flux d'investissement en portefeuille visent avant tout à profiter le différentiel des taux d'intérêts et une appréciation du taux de change de la monnaie domestique pour rentabiliser le placement financier. Mais les flux d'IDE cherchent à profiter une devise faible ou sous-évaluée pour rendre une production plus compétitive.

3) Les conditions défavorables de l'endettement public dans les pays en transition

Les difficultés de financement du déficit budgétaire sont souvent négligées par les tenants de la libéralisation financière. Ils préconisent tout simplement que le développement des marchés financiers est la meilleure solution pour toute sorte de problèmes de financement du secteur privé et du secteur public. Dans une situation où le système fiscal se révèle peu efficace dans la collecte des ressources, la répression financière, parce qu'elle se traduit par des taux d'intérêt plus bas, peut permettre au gouvernement de financer son déficit à moindre coût. Mais si les effets attendus de la libéralisation financière se réduisent à une hausse des taux d'intérêt, pourquoi les pays en développement ont intérêt à libéraliser leur système financier ? Ne devrait-on pas au contraire s'attacher à une baisse des coûts de la finance publique à la suite d'une baisse des taux d'intérêt ?

En effet, les pays en développement ou en transition se trouvent dans une position très désavantageuse vis-à-vis des pays développés. Pour les pays développés, comme les États-Unis, ils ont ouvert leur marché des titres publics aux investisseurs internationaux, qui, séduits par des placements sans risque, ont financé la dette publique américaine. Les autres pays se sont d'ailleurs empressés d'agir de même, ce qui a généré une course à la déréglementation compétitive et à l'innovation financière publique (multiplication de nouveaux produits financiers) pour attirer les capitaux et financer les déficits publics. Par contre, pour les pays en développement dont les marchés financiers sont beaucoup moins développés, d'une part, la libéralisation financière facilite les investisseurs domestiques de placer leur argent dans les marchés financiers des pays développés, ce qui permet aux pays développés de drainer les capitaux en provenance des pays en développement ; d'autre part, la libéralisation suppose la modération voire la suppression des interventions publiques sur le système bancaire qui est asservi au financement du déficit budgétaire et leur remplacement par d'autres sources de financement. De ce fait, le recours aux marchés des titres de la dette publique porte son propre risque majeur. Par rapport aux pays développés, les titres émis par les administrations publiques des pays en développement sont normalement moins intéressants. Car en principe, les bons du Trésor offrent aux investisseurs la possibilité de faire des placements sans risques, c'est-à-dire des placements qui génèrent grâce à la garantie de l'Etat et de l'institut d'émission. Ainsi, pour les investisseurs privés qui cherchent les placements sans risques, les bons et obligations émis par les Etats des économies développées sont toujours plus compétitifs et plus rassurants au niveau international. C'est pourquoi les Etats des économies en

développement étaient obligés de proposer les taux d'intérêt plus élevés pour s'endetter à financer leur dépense publique.

Par ailleurs, il faut souligner que depuis la dernière décennie, la situation des finances publiques et de la dette publique est devenue très fragile à cause de l'influence de plus en plus importante des agences de notation. En particulier, les Etats, notamment pour les pays développés, sont traditionnellement considérés comme les plus solvables, donc les titres sur leur dette publique sont très prisés. Mais avec la présence des agences de notation, les Etats sont de plus en plus surveillés par les investisseurs institutionnels privés et risquent de plus en plus de se trouver en défaut de paiement. Aujourd'hui, le fait même qu'une agence de notation déclare un pays non fiable peut accélérer le processus de banqueroute de ce dernier, car l'ensemble des créanciers vont alors avoir tendance à réclamer des taux d'intérêt plus élevés¹. Par conséquent, les pays en crise sont obligés de se tourner vers le F.M.I pour y avoir un « plan de sauvetage », pour ce qui est en quelque sorte une amende à payer aux pays prêteurs. Car il n'y a aucun don, ni même prêt à taux zéro. Comme ce qui se passe avec les plans d'ajustement structurel imposés aux pays du Sud, les prêts sont assortis de conditions draconiennes qui mettent en position de soumission les pays receveurs.

¹ Par exemple, lorsque l'agence Fitch Ratings a dégradé la note de la Grèce en décembre 2009, les deux autres principales agences, Standard & Poor's et Moody's, se sont alignées quelques jours après. Le gouvernement grec a alors dû faire pleuvoir les plans d'austérité, mais, par là même, a déclenché un vent de révolte populaire, ce qui rend d'autant plus sceptique les créanciers du pays. En juin 2010, la note grecque est à nouveau dégradée. Et le problème est devenu un problème européen !

Conclusion

L'échec des expériences de libéralisation financière dans de nombreux pays en développement a été à l'origine de l'émergence de plusieurs analyses émanant de courants théoriques différents. Nous avons présenté les analyses de Taylor (1983) et de Van Winjbergen (1983), celles des post-keynésiens (Burkett et Dutt, 1991), celles liées aux problèmes informationnels (Stiglitz et Weiss, 1981) et enfin celles liées aux problèmes de financement du déficit budgétaire de l'Etat (Bencivenga et Smith, 1992).

Malgré toutes ces analyses qui révèlent les limites de la libéralisation financière, au cours des deux dernières décennies, la majorité des pays en transition ou en développement ont continué à mettre en place des mesures de libéralisation financière dans le cadre des programmes d'ajustement structurel. Sur la justification théorique d'un système financier réprimé, caractérisé par un plafonnement des taux d'intérêt, des politiques sélectives du crédit, des niveaux élevés des réserves obligatoires et des restrictions à l'entrée à l'industrie bancaire, dans le but de la meilleure mobilisation des ressources domestiques et leur bon déploiement vers des investissements productifs, ces pays ont largement conduit des réformes visant à libéraliser leur système financier. Mais le résultat est loin d'être satisfaisant. Les deux dernières décennies sont devenues une véritable « exposition » des crises financières, autant pour les pays en développement que pour les pays développés.

En revanche, la conviction du libéralisme domine encore et toujours dans les différents discours économiques et politiques. Après les crises financières récurrentes dans de nombreux pays en transition et en développement, la littérature économique se tourne vers les interrogations comme : comment et dans quel contexte la libéralisation financière doit-elle s'inscrire dans une économie en développement ? Existe-t-il une manière unique et sans risque de tirer avantage de la libéralisation financière ? En général, pour y répondre, les travaux standards (empiriques et théoriques) insistent sur le point que la libéralisation financière ne peut intervenir que dans un environnement institutionnel et économique adéquat. A partir des années 1990, l'importance du respect de certaines conditions a été de plus en plus soulignée pour assurer le succès de la libéralisation des systèmes financiers (les réformes fiscales, des réformes des marchés des capitaux, une politique de stabilisation macro-économique, les réformes juridiques, comptables et réglementaires). McKinnon (1991) souligne que la discipline budgétaire et le contrôle monétaire doivent intervenir avant d'entamer des politiques de libéralisation. Cette idée a été reprise et développée par nombreux auteurs

(Johnston et Pazarbasioglu, 1995) pour montrer que les politiques macro-économiques de stabilisation constituent une condition préalable à toute politique de libéralisation financière réussie en termes d'efficacité et de croissance économique. Quant à Fry (1998), il soutient que les différences institutionnelles (les modes et la qualité de la supervision prudentielle) constituent une des causes qui affectent l'impact des politiques de libéralisation financière sur le développement financier.

L'étude proposée dans ce chapitre avait pour objet de faire une relecture de la théorie de la libéralisation financière et d'en examiner les défauts. Il faut aussi et surtout tenir compte de certaines spécificités des pays en transition ou en développement. Dans ces pays, même si les banques ne sont pas encore performantes, compte tenu de leurs interactions avec l'appareil productif dans le cadre d'un processus d'apprentissage mutuel de l'industrie et de la finance, elles jouent un rôle plus important que les marchés financiers qui sont souvent des structures embryonnaires sans emprise véritable sur l'activité productive. Historiquement, pour des raisons liées aux stratégies de développement économique, l'Etat a exercé dans de nombreuses économies en transition un contrôle déterminant sur les banques. Les crédits bancaires étaient devenus des instruments privilégiés de la politique industrielle, notamment à travers la pratique de prêts dirigés vers des secteurs jugés prioritaires. Cette politique de crédit bancaire faisait partie de la stratégie du développement économique du pays dans une période donnée. Mais puisque la libéralisation financière confie aux banques un pouvoir de création monétaire *ex nihilo* en octroyant les crédits, le comportement des banques devient plus sophistiqué voire incontrôlable. Car dans un environnement économique complexe et un cadre de plus en plus concurrentiel, l'exigence de la rentabilité financière au niveau élevé oblige les banques et autres institutions financières de prendre des risques excessifs dans les projets d'investissement souvent à court terme. Par ailleurs, certaines contraintes spécifiques des pays en transitions ont posé de sévères difficultés à leur financement du secteur public. L'imperfection de la fiscalité et le risque de l'émission des titres de la dette publique expliquent pourquoi les Etats de l'économie en transition n'arrivent pas à garantir ses finances publiques à un niveau satisfaisant et restent très hésitant en cas de la défaillance des marchés financiers ou de la fragilité du système bancaire.

Il reste une dernière remarque importante à ce stade de la généralisation de libéralisation financière des pays en transition. C'est que la mise en place des Plans d'Ajustement Structurel et des mesures de libéralisation financière se faisait dans un cadre bien particulier. La propagation des convictions libérales fidèles à l'idéologie du consensus de Washington était

dictée d'une façon impérative et autoritaire par les institutions financières internationales. Ces dernières n'ont donc aucune intention d'être proches de la situation initiale et avoir une connaissance des caractéristiques spécifiques des pays autres que les pays développés. Il est dans l'intérêt de certains pays développés de voir les différentes régions se convertir à la logique de la globalisation, et en particulier à la logique de la libéralisation financière pour mieux profiter des opportunités d'investissement financier des pays en transition ou en développement. A cet égard, nous constatons que l'idéologie de la globalisation s'impose à tous ces pays. La rapidité de l'imposition de la globalisation est parfaitement visible dans son volet financier avec la libéralisation financière.

Tout cela représente un réel danger mais très souvent négligé par les pays en développement. Dans l'épisode de la récurrence des crises financières qu'ont connues les régions du sud-est asiatique et d'Amérique latine dans les années 1990, la libéralisation financière se révèle être généralement porteuse d'instabilité génératrice de crises si elle est appliquée d'une façon rapide et intempestive. Mais elle comporte aussi un risque de perte de souveraineté monétaire et donc d'autonomie financière puisque les grandes institutions financières internationales appliquent de la même façon, des mesures standardisées de réforme qui sont inadaptées à la condition initiale des pays. Il est donc normal qu'aujourd'hui le mouvement de globalisation dans son ensemble et la libéralisation financière en particulier suscitent tant de polémique voire de défiance et qu'ils provoquent des réactions d'autonomie et de rejet. C'est dans ce même cadre que l'on pose la question sur la crise des finances publiques, puisqu'il s'agit de démontrer que la libéralisation financière appliquée à un certain type de pays n'est pas toujours génératrice de progrès et de croissance, mais un défi à la pertinence des mécanismes de régulation financière en vigueur dans la plupart des Etats concernés.

Jusqu'à ici, notre analyse sur les limites de la libéralisation financière s'appuie principalement sur l'aspect interne. La majorité des critiques s'adresse aux arguments théoriques qui visent à mettre fin la répression financière. Une des évolutions majeures de ces dernières années réside dans l'essor remarquable de l'intégration financière internationale qui, sous l'effet de la libéralisation des mouvements de capitaux et de l'ouverture des marchés financiers, touche la plupart des pays en développement. En fait, les mouvements de capitaux internationaux ont connu une évolution considérable après la globalisation financière. Celle-ci a fait bénéficier certains pays de gains d'efficacités substantiels. Mais il serait prématuré de dire que cette évolution constitue la clef d'une croissance soutenable dans les pays en

développement. Autrement dit, lorsqu'un pays opte pour la libéralisation du compte capital, une modification de la composition de ces flux financiers n'impliquera pas toujours une croissance économique plus forte. Cette dernière dépendra désormais des capacités de régulation des politiques macroéconomiques nationales. Dans la dernière section du présent chapitre, nous avons montré le danger du recours aux emprunts extérieurs pour les finances publiques. Dans le chapitre suivant, nous allons continuer à analyser plus profondément l'aspect externe de la libéralisation financière en réexaminant les arguments théoriques en faveur d'une mobilité internationale des capitaux.

Chapitre 5 : Une ouverture financière maîtrisée en Chine : pourquoi et comment ?

Introduction

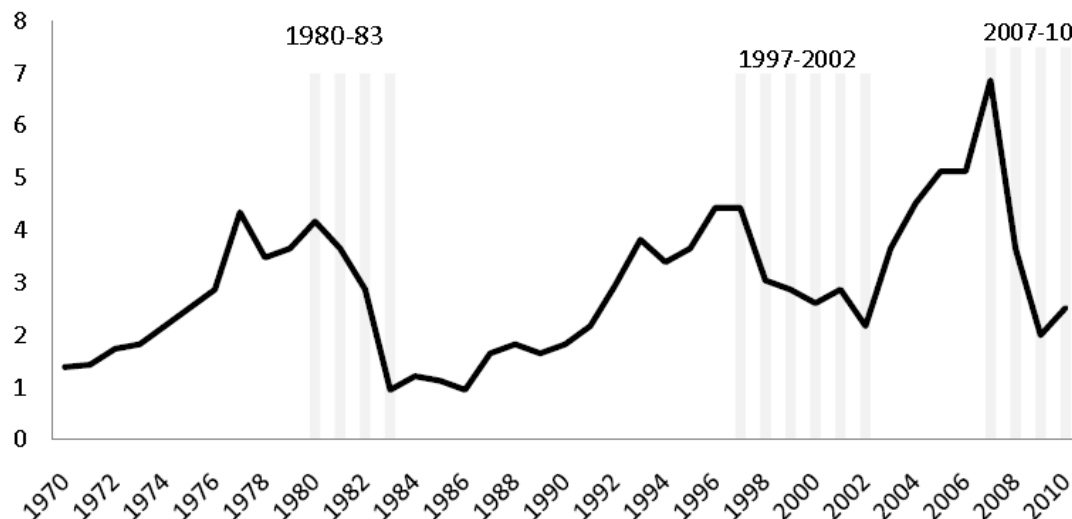
En dépit d'un grand nombre de critiques contre la libéralisation financière, cette dernière continue à élargir son influence au niveau mondial. En fait, l'intégration croissante d'une économie au commerce mondial constitue aussi une incitation puissante à la libéralisation de ses opérations financières avec le reste du monde. Dans les années 1990, différentes pressions institutionnelles ont accéléré cette ouverture dans les économies en développement : obligations pour les candidats à l'OCDE (la Mexique, la Corée du Sud, les pays d'Europe centrale) de souscrire au code de libéralisation des mouvements de capitaux ; engagements dans le cadre d'accords bilatéraux conclus notamment avec les États-Unis ou dans le cadre de l'OMC. De plus, le rôle des grandes institutions financières internationales n'est pas négligeable. Par exemple, bien que le F.M.I impose à ses membres de ne pas restreindre les paiements et transferts relatifs aux opérations courantes, il leur laisse tout de même le droit de prendre les mesures de contrôle nécessaires pour réglementer les mouvements internationaux de capitaux. En tout cas, le F.M.I a joué un rôle actif dans la pression idéologique qui s'exerçait en faveur de l'ouverture financière.

Il est nécessaire de souligner que le danger d'une libéralisation financière rapide sans contrôle n'est pas complètement ignoré par les économistes. McKinnon (1991) insiste sur l'importance de respecter un certain ordre dans le processus de libéralisation financière. La libéralisation interne doit précéder la libéralisation externe. Un pays doit commencer par restructurer le secteur financier interne avant d'ouvrir ses marchés aux investisseurs étrangers. La libéralisation des mouvements de capitaux doit donc être la dernière étape du processus. Le développement du système financier interne permet d'assurer l'efficacité des marchés avant de les ouvrir aux investisseurs étrangers. L'article de McKinnon marque l'importance de faire la distinction entre la libéralisation interne et la libéralisation externe. Toutefois, les effets des flux de capitaux étrangers suite à l'ouverture financière ne sont pas étudiés notamment pour les pays en développement.

En fait, la libéralisation financière a bouleversé le mode de financement de l'activité économique des pays en développement. Face au ralentissement de la croissance économique et à la détérioration des conditions économiques et financières connue par certains pays en développement dans les années 1980, la déréglementation financière s'est présentée comme une solution pour la création d'un environnement plus propice à l'investissement et d'un secteur financier davantage orienté vers le marché. Parallèlement, les flux de capitaux vers les

pays en développement ont connu une grande évolution. À partir des années 1970, les flux officiels ont commencé à se réduire en faveur des flux privés.

Graphique 22 : Total net des flux de capitaux privés vers les pays en développement (% PIB)



Source : A partir des données fournies par la Banque Mondiale, données statistiques en 2011, disponibles à l'adresse : <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/>

Selon le graphique 22, nous constatons que de 1970 jusqu'au début des années 1980, les pays en développement ont connu une entrée massive de capitaux privés. La chute des entrées qui a suivi est expliquée par la crise de la dette des pays du Tiers Monde. Cette crise a éclaté en 1982, suite à une période d'accroissement massif de la dette publique. L'éclatement de la crise peut être principalement expliqué par deux raisons. En premier lieu, la baisse des prix des matières premières et essentiellement celui du pétrole a engendré la chute des revenus d'exportation des pays du Tiers Monde. En deuxième lieu, le coût de l'importante dette a augmenté suite à l'accroissement des taux d'intérêt et du taux de change du dollar. Les pays en développement se trouvent donc dans l'obligation de rembourser une dette en dollar plus importante avec moins de revenus. Cette crise a engendré la baisse des crédits bancaires et commerciaux qui dominaient les flux de capitaux privés avant le déclenchement de la crise.

A partir du milieu des années 1980, nous avons assisté à une reprise des entrées massives de capitaux privés. Cette hausse s'est poursuivie jusqu'en 1996 pour atteindre 330 milliards de dollars après un niveau de 50 milliards de dollars en 1990. Dans les années 1990 où les

entrées de capitaux dans les pays en développement ont connu leurs plus hauts niveaux, la plupart des ces pays en ont profité pour réaliser des taux de croissance records. Mais en même temps sont survenues des crises monétaires et bancaires dans plusieurs pays, ce qui a remis en question le bien fondé de la libéralisation financière. Ce n'est qu'à partir de 1997 et suite au déclenchement de la crise asiatique que les flux de capitaux privés ont commencé à baisser. La période allant de la crise asiatique à 2002 a été caractérisée par une suite de crises qui ont empêché la reprise de l'entrée des flux de capitaux privés vers les pays en développement.

La hausse des flux de capitaux privés vers les pays en développement a repris en 2003. Alors qu'ils n'étaient en 2002 que de 154 milliards de dollars, ils sont passés à 274 milliards de dollars en 2003. Les flux de capitaux privés ont continué à augmenter pour atteindre un niveau record de 1223 milliards de dollars en 2007 soit une augmentation de 67% par rapport à 2006. La crise financière de 2007-2008 a eu un impact important sur les flux de capitaux privés vers les pays en développement. Les flux nets ont chuté à 752 milliards de dollars en 2008 après leur niveau record de 2007. Les flux privés ont donc baissé de 40% et ceci suite à la baisse des dettes de court-terme ainsi que des investissements étrangers en actions et en obligations. Les flux de capitaux privés vers les pays en développement ont continué à chuter en 2009 pour atteindre 520,6 milliards de dollars selon la Banque Mondiale (2011)¹. Selon les estimations de cette organisation internationale, ces flux augmenteraient d'ici 2012 pour atteindre le niveau de 771 milliards de dollars.

Pendant les trois décennies qui font suite à la libéralisation financière, nous constatons trois successions en deux phases prospérité-crise dans nombre pays dont les systèmes financiers ont été libéralisés. Autrement dit, l'accroissement des flux internationaux de capitaux a été associé à l'apparition de fortes crises. En effet, plusieurs pays ont subi en effet une crise financière. Ces événements ont eu pour conséquence de remettre en cause l'effet de la libéralisation du compte de capital sur une croissance à long terme dans les pays concernés. En se concentrant sur les crises récentes qui ont frappé les pays émergents en Asie du sud-est et en Amérique latine, les anti-libéralisations ont fait de l'ouverture des marchés la principale cause des crises récentes et préconisent d'ailleurs qu'il faut peut être opérer une modification radicale des régimes pour prévenir de telles crises.

En revanche, la libéralisation du compte du capital est vivement recommandée par l'orthodoxie dominante, dont les porte-paroles sont le F.M.I et la Banque Mondiale, à

¹ *Global Development Finance* 2011

l'adresse de la plupart des pays et plus particulièrement les pays en développement. Pour les tenants de la libéralisation financière, l'ouverture de leur compte de capital n'a pas été la seule cause de la volatilité à laquelle ont fait face ces pays. Celle-ci avait également des causes internes liées aux politiques macro-économiques adoptées, notamment la fragilité institutionnelle et le timing poursuivi dans l'ouverture du compte de capital (Camdessus, 1998). En d'autres termes, même si la volatilité des flux de capitaux peut freiner la croissance, le processus d'intégration financière offre la possibilité d'obtenir un dividende de croissance, parce que l'accès aux marchés mondiaux permet aux pays en développement de mieux contrecarrer les pénuries de crédit en offrant des meilleures opportunités en termes de financement.

Où faut-il se situer par rapport à ces deux positions relativement opposées ? La réponse n'est pas un simple oui ou non. Aucun pays ne peut résister à la tendance de mondialisation économique et financière. C'est pourquoi nous cherchons à étudier comment la Chine s'intègre au système financier et monétaire international sans être touchée par des crises financières. L'objectif de ce chapitre est avant tout de fournir des preuves tangibles de la viabilité des recommandations théoriques du chapitre précédent. Puisque la place de l'Etat était importante dans la mise en œuvre et l'application des réformes financières en Chine, les autorités monétaires ont opté pour une forte réglementation de leurs systèmes financiers et pour un contrôle rigoureux des capitaux. La première section du chapitre va présenter les différentes mesures de la politique d'ouverture financière en Chine. La deuxième section vise à justifier la nécessité du contrôle des mouvements de capitaux en mettant l'accent sur l'instabilité endogène du système monétaire international après la libéralisation financière et ses effets sur le financement des pays en développement. En fait, la plupart des travaux cherchent à analyser comment l'ouverture financière affecte la croissance économique en examinant les avantages et les inconvénients d'une ouverture au marché de capitaux étrangers, en passant en revue l'argumentaire classique en faveur de la libéralisation des flux de capitaux et les contre argumentaires, mais ils ont ignoré l'effet de la hiérarchie monétaire internationale sur l'indépendance monétaire des pays en développement. Dans les pays en développement, la crise financière est aussi et surtout une crise monétaire. La Chine, depuis quelques années, a procédé à l'internationalisation de sa devise, le yuan, pour résister à l'effet pervers de l'hégémonie du dollar américain sur sa stabilité financière domestique. Quel est l'intérêt de mettre en place une telle stratégie ? Pour y répondre, et avant une présentation de l'internationalisation du yuan dans la quatrième section, nous allons étudier dans la troisième

section l'importance de l'indépendance monétaire d'un pays et ses implications sur le choix du régime de change.

I - La politique d'ouverture financière en Chine

La politique d'ouverture financière adoptée en Chine a suivi un modèle très particulier. D'une part, elle a encouragé les investissements directs tout en les orientant ; d'autre part, elle a fortement contrôlé les autres types de flux financiers internationaux. Cette politique s'inscrit également dans le cadre de son modèle de croissance soutenue par les investissements et les exportations. La déréglementation des comptes de capitaux en Chine a commencé par une politique d'attraction des IDE en faveur des entrées de capitaux étrangers productifs. Le degré de libéralisation des flux de capitaux entrants est actuellement très élevé en Chine, sauf pour les entrées de capitaux correspondant à la transaction sur les marchés financiers chinois.

Dans cette section, nous présentons les différentes mesures prises par l'Etat chinois pour attirer les IDE dans un premier temps et les orienter dans un deuxième temps. Ensuite, nous exposons les mesures des autorités chinoises relatives aux autres types d'opérations financières comme le contrôle des prêts étrangers et les restrictions sur les changes.

A - Politique d'attractivité des IDE et dynamique de croissance en Chine

La Chine a commencé par éliminer toutes les restrictions sur les IDE dès les premiers stades de la réforme économique. Le gouvernement chinois a instauré un ensemble de mesures pour attirer les IDE et les canaliser vers certains secteurs de façon à servir sa stratégie de développement économique. Les non-résidents peuvent investir directement en Chine, du moment qu'est respectée la conformité avec les lois de l'établissement des entreprises communes ou à participation (*joint venture laws*) et d'autres lois ratifiées par le Ministère du Commerce. En particulier, la Chine avait encouragé les investissements directs par la création de zones économiques spéciales en accordant aux investisseurs étrangers des régimes fiscaux et douaniers privilégiés. Ces zones économiques spéciales, en jouant le rôle de paradis fiscal¹, ont vu le jour dans les régions littorales pour stimuler l'investissement étranger. En effet, tous les investisseurs étrangers dans ces zones étaient soumis à un régime juridique spécifique. Dans le cadre de ce régime, le principal avantage offert aux investisseurs étrangers était un

¹ Les produits importés et exportés dans ces zones n'étaient en général pas soumis aux droits de douanes.

taux d'imposition sur les bénéfices s'élevant à 15% au lieu de 33% (taux appliqué aux sociétés dans le reste du pays).

Entre 1986 et 1990, la Chine a promulgué la « loi sur les entreprises à investissement étranger » (*Law of the Popular Republic of China on Foreign-invested enterprises*) qui permet aux entreprises représentant exclusivement un investissement étranger d'agir sur tout le territoire chinois. Parallèlement, une politique incitatrice à base d'exemptions fiscales sur les importations est adoptée pour les entreprises chinoises qui reçoivent un IDE. Ces encouragements ont aiguisé la concurrence entre les provinces, qui ont cherché à attirer les investisseurs, et ont incité les villes non côtières du pays, qui ne bénéficiaient pas des avantages des autres villes, à assurer leur propre développement par le biais de privilèges fiscaux. En outre, les réglementations sur les devises étrangères concernant les entreprises à investissement étranger furent éliminées en 1986. Ces entreprises ont été aussi autorisées à échanger leurs avoirs en monnaie locale (le yuan) contre une monnaie étrangère, sans restrictions, dès lors qu'elles désiraient investir dans d'autres produits locaux destinés à l'exportation. Néanmoins, les bénéfices et les différents revenus des sociétés étrangères devaient être transférés à l'étranger par l'intermédiaire d'une banque commerciale chinoise.

A partir de 1990, les autorités chinoises ont créé des pôles de compétitivités en faveur du développement économique et technologique dans les grandes villes. Ces pôles sont des espaces délimités avec des installations de base et des aménagements conformes aux normes internationales. Ils sont réservés aux investissements des entreprises étrangères dans le secteur de haute-technologie. Le but de l'installation des pôles de compétitivité était double. Premièrement, cela permettait un accompagnement du transfert technologique avec les IDE. Deuxièmement, cela stimulait la restructuration du système productif vers les secteurs de haute-technologie. En conséquence, les investissements étrangers accompagnés d'avancées scientifiques et technologiques disposent de plusieurs privilèges comme l'exonération de certaines taxes telles que la taxe sur la valeur ajoutée.

Vers le milieu des années 1990, les autorités chinoises ont promulgué des clauses réglementaires pour mieux classer les IDE en différentes catégories. Ces clauses visaient une meilleure orientation des IDE. Quatre types d'IDE étaient alors distingués : les IDE encouragés, les IDE permis, les IDE restreints et les IDE interdits. Par cette répartition, l'Etat chinois a voulu encourager une meilleure répartition géographique des flux et accroître l'investissement direct étranger dans des secteurs cibles comme l'agriculture, l'infrastructure, la haute technologie et surtout les industries d'exportation (OCDE, 2002). Par exemple, les

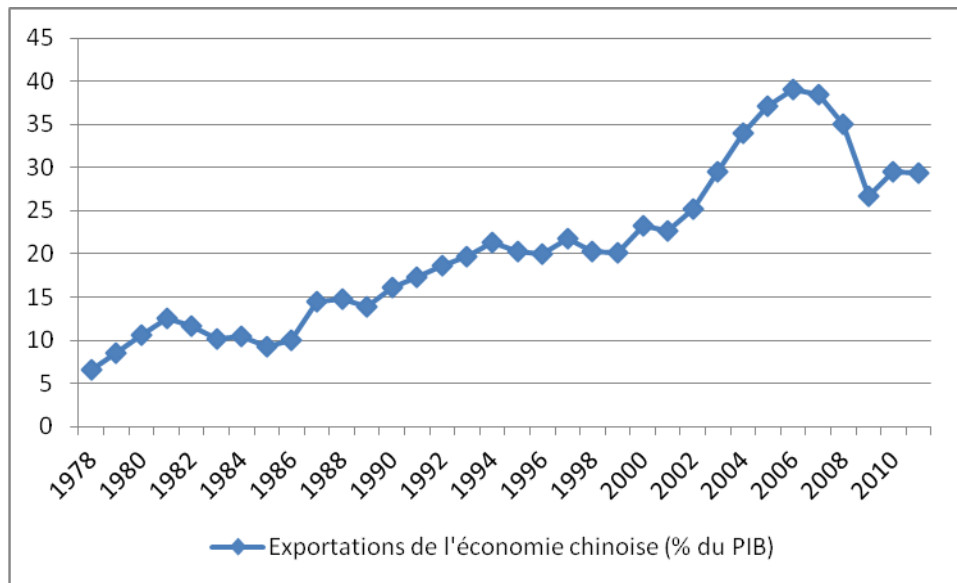
IDE encouragés étaient les projets faisant appel à des technologies de pointe afin d'améliorer les produits, de moderniser les procédés de production, d'améliorer l'utilisation des ressources et de l'énergie, et de stimuler une gestion efficace des entreprises. Quant aux IDE interdits, c'étaient les projets nuisant à la santé, à l'environnement et aux ressources naturelles.

Lors de la dernière phase (de 1996 à aujourd'hui), les entreprises à investissement étranger ont été autorisées à acheter ou vendre des devises auprès des banques chinoises ou auprès des centres de compensation de la Banque centrale de Chine pour les devises¹. De plus, ces entreprises présentant un investissement direct étranger bénéficiaient de régimes spéciaux par rapport aux entreprises domestiques, surtout en matière de quotas d'utilisation des devises et de dérégulations des comptes en devises. Ceci a simplifié les formalités d'achat et de vente de devises pour ces entreprises et a accéléré l'unification et la standardisation du marché des changes chinois.

En plus des mesures prises par le gouvernement chinois, la forte compétitivité des exportations chinoises est soutenue par le maintien d'un taux de change du yuan relativement bas. Elle s'appuie également sur le faible niveau des salaires et sur l'abondance de la main d'œuvre (Bouveret et al., 2006). Ces conditions favorables à la production et à l'exportation, ajoutées aux différents avantages fiscaux, permettent aux entreprises étrangères de mieux investir en Chine avec une perspective de moyen et long termes.

¹ Les banques étrangères installées en Chine ne sont toujours pas autorisées à développer directement leur service financier en yuan. Autrement dit, aucune entreprise ne peut y avoir un compte bancaire en yuan auprès de ces banques.

Graphique 23 : Les exportations de l'économie chinoise (% du PIB)



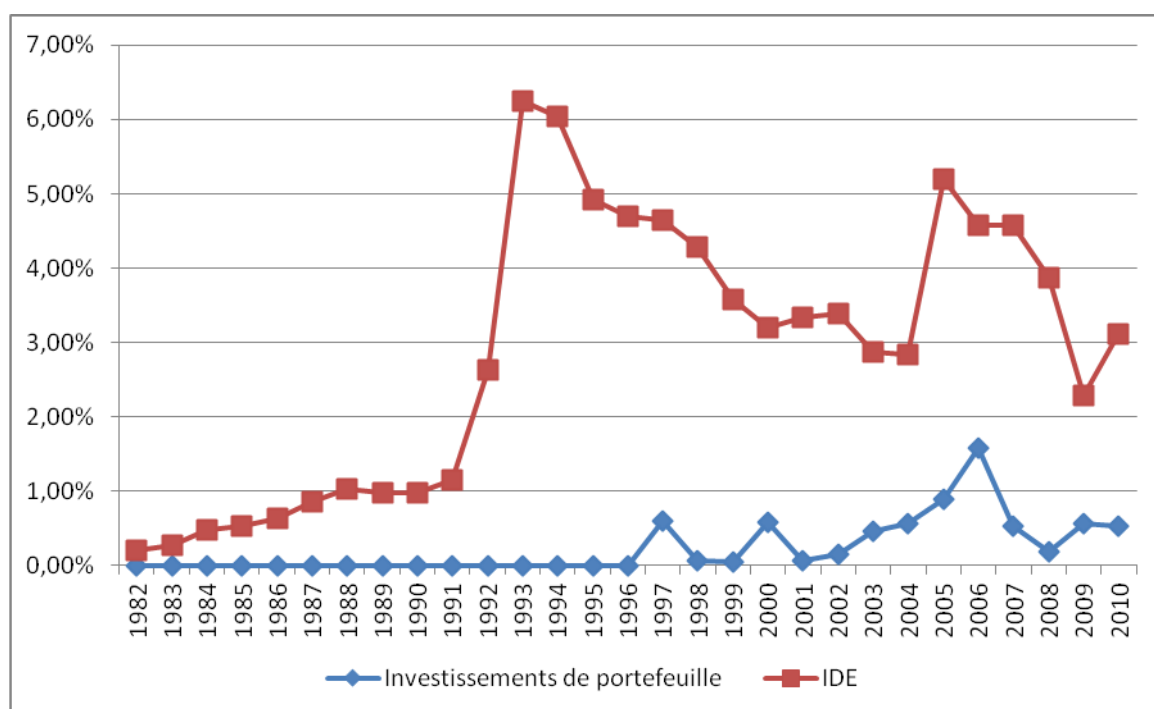
Source : A partir des données fournies par la Banque Mondiale, données statistiques en 2012, disponibles à l'adresse : <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/>

En effet, les différentes mesures mises en place par les autorités chinoises ont atteint l'objectif requis : stimulation des exportations, modernisation technologique de fabrication, et accélération de la croissance. Selon le graphique 23, les exportations représentaient en moyenne 5% du PIB durant les années 1970, 11,7% du PIB durant les années 1980, 20% durant les années 1990 et 31% pendant les années 2000. Un niveau record était atteint en 2007 avec des exportations qui représentaient 37% du PIB et un niveau de croissance du PIB par tête, de 13%. Ensuite, les exportations ont baissé à cause de la faible demande extérieure après les crises financières dans les pays développés depuis 2008.

B - Contrôle de l'afflux des capitaux sur les marchés financiers chinois

La Chine a mis l'accent sur les investissements directs étrangers qu'elle a guidés pour suivre la politique générale de développement du pays. En revanche, les autres types de flux étrangers n'ont pas connu le même intérêt que l'Etat chinois a porté aux IDE.

Graphique 24 : Flux nets de capitaux entrants en Chine (en % PIB)



Source : A partir des données fournies par la Banque Mondiale, données statistiques en 2012, disponibles à l'adresse : <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/>

Selon le graphique 24, nous constatons que les flux d'IDE vers la Chine sont beaucoup plus importants que ceux des investissements de portefeuille dont le montant n'a jamais dépassé les 1,6% du PIB. L'Etat chinois n'a pas procédé à une ouverture radicale de ses marchés financiers et monétaires. En effet, il a séparé le marché boursier chinois en deux catégories A et B. Une large gamme de produits d'investissements dans le marché des titres A est restée inaccessible aux investisseurs étrangers, et la portée des investissements et des échanges est demeurée très restreinte pour les institutions financières étrangères. Par contre, la Chine a ouvert ses marchés de capitaux aux investisseurs étrangers en utilisant deux canaux : les actions du marché B et la cotation de titres sur les marchés étrangers. Le marché des titres B a aussi été ouvert aux investisseurs domestiques, indiquant qu'il n'est pas seulement destiné à attirer les capitaux étrangers, mais aussi à attirer les investissements en devises à l'intérieur de l'économie. Pour les cotations de titres sur les marchés étrangers, la Chine a créé les actions H, qui revêtent la forme d'un certificat de dépôt, comme les certificats de dépôts américains (*American Depositary Receipt*), des obligations convertibles ainsi qu'un ensemble

d'autres cotations. En comparaison avec les cotations à l'étranger, le marché des titres B est très restreint, et l'échange y est limité.

Le but de cette mesure est d'attirer les investisseurs étrangers pour développer le marché boursier chinois, tout en gardant un contrôle rapproché sur les opérations relatives aux investissements de portefeuille. Bien que le nombre d'entreprises qui ont émis des actions de type B aient augmenté pendant ces deux décennies, le marché des actions de type B est moins liquide et moins actif que le marché des actions de type A. Selon le rapport annuel de la CSRC (*China Securities Regulatory Commission*) en 2011, le nombre d'entreprises du marché B représente 4,4% de celui du marché A. Quant à la capitalisation boursière, celle du marché A ne représente que 2,2% de celle du marché B. Parallèlement aux marchés des actions, la réglementation du marché obligataire chinois est encore plus stricte. Il est complètement fermé aux non-résidents, qui ne sont pas autorisés à détenir et à échanger des obligations domestiques, ni d'autres titres libellés en yuan dont le taux d'intérêt est fixe.

C - Restriction du volume et de l'échéance des prêts étrangers

La Chine a adopté un plan uniforme pour les prêts étrangers en mettant en place un système strict de gestion centrale pour réaliser un contrôle de la taille ainsi qu'une limitation des prêts étrangers de court terme. Pour ce faire, le gouvernement central a édicté un certain nombre de mesures très strictes. D'abord, le gouvernement chinois a mis en place, en 1996, un système de report des paiements internationaux, qui fournit une méthode statistique crédible de vérification des entrées et sorties des prêts étrangers, notamment ceux de court terme. Un an après, en 1997, la Chine a instauré une loi dont le but est de gérer les prêts étrangers. Il s'agit de la « loi de la RPC sur la gestion des changes » (*The Law of the PRC on Foreign Exchange Administration*). Cette loi stipule que les prêts commerciaux internationaux doivent être remboursés et que les autres crédits étrangers, assurances contractées à l'étranger et émissions d'obligations sur les marchés internationaux doivent être examinés et approuvés par l'Administration centrale des changes (*The State Administration of Foreign Exchange SAFE*).

En principe, les prêts étrangers doivent être gérés par des secteurs désignés et toute infraction à la gestion établie des prêts étrangers provoquerait une responsabilité légale. Dans le but d'imposer des restrictions sur les prêts étrangers, la Chine a adopté un indice de prêts étrangers coïncidant avec ses objectifs nationaux (qui étaient déjà en dessous de ceux des

standards internationaux). Le taux de remboursement des prêts contractés était de 7,3% en 1997, largement inférieur aux 20% exigés par les normes internationales. De 1986 à 1997, le pourcentage des prêts étrangers de court terme était inférieur à 23% du total, avec seulement 9% en 2000. En général, les demandes de prêts étrangers de long et de moyen termes sont plus facilement validées par l'Administration centrale des changes (SAFE), mais tous ces prêts doivent être soumis à un plan national d'usage des capitaux étrangers de la Commission Chinoise de Réforme et de Développement (NDRC), et chaque prêt doit être strictement examiné et approuvé au cas par cas. En outre, tout prêt de court terme doit être géré en proportion des actifs et passifs en devises étrangères existant dans l'économie, de sorte qu'il n'entre pas d'une façon excessive ou abusive.

Sur le plan des émissions d'obligations chinoises, seulement quelques banques chinoises et d'autres institutions financières non bancaires désignées ont la possibilité d'émettre des obligations de long et moyen termes sur les marchés financiers étrangers. La quasi-totalité des Bons du Trésor chinois n'est réservée qu'aux résidents chinois. Comme nous l'avons indiqué dans l'introduction, bien qu'en 2011 la Commission Chinoise de Réforme et de Développement (NDRC) ait relevé le quota annuel autorisé de détention de dette étrangère à long terme par les banques étrangères en Chine, la Chine n'avait emprunté que 44 milliards de dollars en dette étrangère de long terme (1,4% des réserves de change), à la fin de l'année 2011. Parmi ces dettes, une grande partie provient du F.M.I et de la Banque mondiale. Seulement 5,3 milliards sont accordés par les banques étrangères. La restriction sur l'endettement étranger à court terme est toujours maintenue jusqu'à aujourd'hui.

D - Le démantèlement progressif des restrictions sur les changes

Après la réalisation de la convertibilité du compte courant en 1996, l'Etat chinois a fait « traîner » celle du compte capital jusqu'en 2010. Le marché des changes chinois inclut un marché de détail et un marché de gros. Le premier est destiné aux banques et aux entreprises, alors que le deuxième est assigné aux banques chinoises qui sont autorisées à faire l'échange de devises. Les offres et demandes de devises sur les deux marchés sont restreintes par une série de lois et règlements se rapportant aux ventes et achats de devises. Sous les lois et règlements courants, un participant au marché des changes en détail est la banque désignée pour effectuer les transactions en devises. Les firmes domestiques sont également autorisées à intervenir, ainsi que les entreprises présentant un investissement étranger, l'Etat ou les

individus. Bien que le cadre des participants se soit élargi avec la levée progressive des restrictions sur le système financier chinois, d'autres types de restrictions demeurent encore. Par exemple, seules quelques grandes entreprises présentant un volume d'échange de 30 millions d'euros et un capital de 10 millions en yuan sont autorisées à détenir indéfiniment des revenus en devises.

Etant un marché interbancaire de changes, le Centre des échanges de devises de la Chine (*China Foreign Exchange Trade Center CFETC*), situé à Shanghai, met en relation trente-sept villes à travers le pays. Toutes les banques autorisées à faire des échanges en devises, ainsi que toutes les institutions financières non bancaires et les banques étrangères, peuvent demander à être membres du SAFE. Les membres courants sont les banques commerciales étatiques, les banques étrangères dans la liste de QFII¹ et les institutions financières non bancaires. La Banque centrale de Chine et le gouvernement chinois représenté par le fonds souverain (Central Huijin)² sont des membres spéciaux. En équilibrant la gestion des banques autorisées, le gouvernement chinois peut vendre leurs devises, lorsque leur *cash turnover* dépasse les limitations. Ainsi, les prix sur les marchés des changes ne reflètent pas la réalité des offres et demandes. En fait, le gouvernement chinois accrédite le SAFE pour la mise en place de restrictions dans les fluctuations du yuan. Sur le marché bancaire, le gouvernement publie un taux *benchmark*, et le SAFE émet diverses restrictions sur les différents taux de change. Par exemple, la limitation de la fluctuation du renminbi par rapport au dollar est de $\pm 0,15\%$. La limitation de la fluctuation par rapport au dollar de Hong Kong ou au yen japonais est de $\pm 0,10\%$. Sur le marché de détail, les taux de change sont fixés par les banques autorisées, tout en maintenant un certain degré de restrictions.

En résumé, la Chine a opté pour une stratégie d'ouverture financière spéciale qui se compose de deux parties. D'une part, il s'agit d'une libéralisation des entrées de capitaux qui correspond à ses objectifs de développement économique. La libéralisation des entrées de capitaux en Chine a été largement contrôlée et orientée par les autorités. L'Etat chinois a encouragé les IDE et spécialement ceux axés sur l'exportation. D'autre part, l'entrée des autres types de flux est encore soumise à des restrictions. Cette libéralisation restrictive a porté ses fruits au niveau de la croissance économique. La résistance de l'économie chinoise à la crise asiatique en est la parfaite illustration. En effet, suite à cette crise, le taux de

¹ Voir la page 13.

² Voir la page 318.

croissance en Chine a connu une baisse de seulement 1,5 point entre 1997 et 1998, contrairement à l'ensemble des pays de la région qui ont connu une récession économique. En outre, cette crise a révélé l'instabilité endogène du mouvement de capitaux étrangers et a amené le gouvernement chinois à réexaminer la nécessité du contrôle des capitaux et ralentir la procédure d'ouverture financière. Pour maîtriser sa dépendance financière en réduisant la part du financement extérieur qui est plus sensible aux mouvements de capitaux internationaux, la Chine ne compte plus exclusivement sur l'apport de capitaux étrangers dans son investissement domestique. Dix ans après, la Chine a encore été épargnée par la contagion de la crise des *subprimes* étant donnée l'exposition très limitée du secteur financier aux titres toxiques. Bien que la contraction du commerce international à la suite de la crise ait affecté négativement les exportations chinoises et par conséquent la croissance économique du pays, la Chine n'a pas connu de grandes difficultés au niveau du financement domestique. Pourquoi la maîtrise d'une dépendance financière est tellement importante pour la Chine ? Dans la deuxième section, nous cherchons à répondre à cette question à travers une étude sur l'instabilité exogène des mouvements de capitaux et ses effets pervers sur la structure financière domestique du pays.

II - Le contrôle du mouvement de capitaux étrangers et la dépendance financière

L'interdépendance économique au niveau mondial, qui s'est développée dans les années 1970-1980 avec les politiques de libéralisation et d'ouverture économique, est la conséquence des échanges de biens et services entre pays, et de la répartition internationale des processus de production et des mouvements financiers et monétaires. Parallèlement, la libéralisation financière a accru la dépendance financière entre les différents pays. Depuis longtemps, nous croyons qu'une grande intégration financière internationale peut être favorable aux pays qui manquent de moyens financiers. Pour les tenants de la libéralisation financière, le libre mouvement des flux de capitaux permet aux pays qui ont des ressources d'épargne limitées d'attirer des financements pour leurs projets d'investissement interne. L'idée est que l'accès aux marchés de capitaux internationaux permet un découplage entre l'épargne et l'investissement national. Il en résulterait une meilleure diversification du risque et incontestablement, un remède aux déséquilibres entre épargne et investissement.

Or, cette idée nous semble très imparfaite car l'insuffisance de l'épargne domestique n'est pas toujours le cas dans les pays en développement. Par exemple, les pays du Sud-Est asiatique n'ont jamais connu de problème de ressources limitées d'épargne avant la libéralisation financière. En théorie, ils n'ont pas besoin de l'épargne extérieure pour satisfaire leur demande d'investissement domestique. Par contre, c'est seulement à partir de leur libéralisation du compte financier, que leur structure financière est devenue de plus en plus vulnérable au renversement des flux de capitaux internationaux. Puisque leur système financier est devenu très dépendant des investisseurs étrangers, leurs autorités monétaires et financières ont eu de plus en plus de difficultés à contrôler la fluctuation du niveau de liquidité domestique et à maintenir la stabilité financière interne en termes du taux d'intérêt interbancaire et du taux de change.

Après avoir présenté les différentes mesures de l'ouverture financière « restrictive » en Chine, dans les paragraphes suivants nous cherchons à justifier la nécessité du contrôle du mouvement de capitaux en analysant les effets déstabilisateurs des flux financiers internationaux sur la croissance économique des pays en développement.

A - Instabilité financière

Après de nombreuses crises financières dans les pays en développement, les arguments généralement avancés contre l'entrée des investisseurs étrangers se multiplient. Ils s'appuient sur la possibilité pour ces derniers de perturber la stabilité des marchés financiers, ce qui affecte négativement la croissance économique. Stiglitz (2000) présente deux canaux à travers lesquels l'instabilité exerce ses effets pervers sur le niveau de croissance économique du pays. Premièrement, l'instabilité financière augmente la prime de risque. Cette dernière représente le montant demandé par les investisseurs afin qu'ils soient disposés à investir. Deuxièmement, les crises conduisent à la destruction de la valeur nette des entreprises réduisant ainsi leur capacité future d'investir. Les conclusions de Stiglitz contredisent l'idée des libéraux selon laquelle une abondance de liquidité dans les marchés financiers libéralisés va réduire la prime de risque.

Dans la majorité des pays en développement, les gouvernements ont compté sur l'ouverture financière pour assurer l'expansion des marchés boursiers en attirant des flux extérieurs abondants, mais toutes ces mesures dégradent l'autonomie des politiques domestiques et forcent les autorités monétaires à maintenir des taux d'intérêt élevés pour attirer des investisseurs étrangers. Par conséquent, la libéralisation peut engendrer une hausse du coût de financement domestique provoquée par l'augmentation des taux d'intérêt. Ceci est un argument non négligeable en faveur de l'effet négatif sur la croissance économique.

Or, l'un des effets les plus pervers des flux de capitaux étrangers est son effet déstabilisateur sur le système financier du pays concerné. En effet, les flux boursiers sont considérés comme les flux les plus déstabilisateurs. Arestis et Sawyer (2005) considèrent que la spéculation est un aspect important des transactions sur les marchés boursiers et qu'elle représente surtout une source d'instabilité macroéconomique. Bien que les actifs sur les marchés boursiers représentent une liquidité croissante, la forte volatilité peut exercer un effet beaucoup plus pervers. Ceci fragilise d'une façon conséquente le système financier. C'est pourquoi Arestis et al. (2001) présentent une critique de la relation positive entre le développement des marchés boursiers et la croissance économique. Pour eux, la volatilité des marchés boursiers est une variable importante qui doit être soigneusement considérée. De plus, les auteurs confirment qu'une fois la variable de volatilité prise en compte, la thèse qui prévoit que le développement du marché boursier explique une amélioration de la croissance économique n'est plus soutenable empiriquement.

Dans le premier chapitre, nous avons souligné que la libéralisation des marchés boursiers va engendrer une augmentation de la volatilité des marchés. Cette idée a été soutenue par l'étude empirique de Levine et Zervos (1996) pour les pays en développement. Dans leur étude, ils retiennent comme indicateur de la volatilité, l'écart-type des rendements sur une période de douze mois. Le résultat de cette étude est résumé dans le tableau suivant :

Tableau 4 : La moyenne des indicateurs de la volatilité avant et après la libéralisation

	Volatilité	
	Avant	Après
Argentine	0,281	0,428
Brésil	0,184	0,291
Chili	0,065	0,064
Colombie	0,053	0,068
Corée du Sud	0,085	0,094
Inde	0,036	0,07
Mexique	0,107	0,103
Philippines	0,07	0,069
Thaïlande	0,056	0,068
Venezuela	0,041	0,154

Source: Levine et Zervos (1996)

Selon ce tableau, la volatilité des marchés boursiers a largement augmenté après la libéralisation financière. Mais Levine et Zervos (1996) n'ont pas abouti à une relation statistiquement significative entre la volatilité des marchés boursiers et la croissance économique. Leur conclusion est fortement remise en cause par les études empiriques dans les années suivantes. Après plusieurs crises consécutives dans les pays émergents, Arestis et al. (2001) ont analysé cette relation une nouvelle fois et ont obtenu un résultat différent. Ces auteurs montrent que le lien entre la volatilité et la croissance est statistiquement significatif et surtout négatif. Dans leur étude, toute augmentation de la volatilité va avoir comme impact une baisse de la croissance économique. Cet impact négatif va représenter un argument contre la libéralisation des marchés boursiers.

La volatilité importante des marchés financiers vient principalement de la nature spéculative des flux de capitaux étrangers. Ces flux, souvent sous forme d'investissements de

portefeuille, sont à l'origine de l'instabilité des marchés financiers en général. L'instabilité des marchés, mesurée généralement par la volatilité des prix, est intégrée par certains auteurs pour contester l'impact positif du développement des marchés boursiers sur la croissance économique. La volatilité des prix sur les marchés boursiers, en perturbant l'anticipation des investisseurs rationnels, va affecter négativement l'allocation des fonds. Cela peut affaiblir la capacité des marchés boursiers à assurer une allocation efficace des ressources. Par conséquent, la volatilité excessive des marchés va entraver la croissance économique.

La stabilité des marchés financiers est l'une des conditions les plus importantes qui permet aux investisseurs d'évaluer les prix des risques des actifs financiers. Comme l'entrée massive des capitaux étrangers va accentuer la volatilité des marchés, l'écart accru entre les prix des actifs financiers et leurs valeurs fondamentales est à l'origine de comportements spéculatifs. En effet, pour les spéculateurs, la volatilité des marchés est leur source de profit. Kaldor (1939) définit la spéculation comme suit : « achat ou vente de biens avec intention de revente (ou de rachat) à une date ultérieure, lorsque l'action est motivée par l'espoir d'une modification du prix en vigueur et non par l'avantage lié à l'usage du bien ». En d'autres termes, plus la volatilité des marchés est grande, plus la modification du prix est importante, et par la suite, plus le montant du profit ou de la perte est spectaculaire. Dans de nombreuses crises financières, la détresse financière représente la phase finale de la spéculation collective. Elle précède la panique et résulte des tensions éprouvées par les spéculateurs lorsque, à la suite de prises de risque excessives, ceux-ci se trouvent en situation de ne plus pouvoir faire face à leurs engagements. Dans les cas extrêmes de crashes boursiers, les crises aboutissent à des faillites d'entreprises, constituant ainsi une perte pour l'ensemble de l'économie.

Quant aux flux bancaires, ils sont aussi concernés par le problème d'instabilité. Les banques étrangères sont capables de réduire la stabilité de l'offre des crédits domestiques dans l'ensemble en facilitant la fuite des capitaux en périodes de crises, et en augmentant le risque de contagion régionale ainsi que de chocs qui peuvent survenir dans les pays d'origine des banques étrangères. En effet, les fluctuations économiques du pays d'origine peuvent présenter une source d'instabilité financière pour le pays d'accueil. A son tour, le pays d'origine peut être affecté par les problèmes d'autres pays. Dans ce cas, le pays d'accueil peut être influencé par les évolutions cycliques non seulement du pays d'origine, mais aussi par celles d'autres pays.

Ce phénomène est révélé par plusieurs auteurs comme De Haas et Van Lelyveld (2004), dans leur étude sur les économies en transition. Selon eux, les banques étrangères peuvent

réduire leurs offres de crédit dans le pays d'accueil suite à des problèmes dans leurs pays d'origine. Dans ce cas, l'offre de crédit ne dépend pas des caractéristiques de l'économie du pays d'accueil mais de celles des pays d'origine. Ainsi, l'entrée des banques étrangères rend l'offre de crédit vulnérable à la fois aux conditions internes et externes aux pays (une double vulnérabilité). Du fait que le volume des crédits étrangers ne cesse d'augmenter dans l'ensemble du financement domestique du pays concerné, la présence trop importante des banques étrangères peut impliquer un risque pour la stabilité financière (Weill, 2003). En effet, l'auteur considère que les banques étrangères manquent de « loyauté » dans le cas de difficultés économiques ou de problèmes systémiques dans le secteur bancaire. Selon cet argument, les banques domestiques sont généralement plus dévouées à l'économie domestique. En revanche, les banques étrangères ont tendance à abandonner les entreprises du pays d'accueil dans les périodes de problèmes économiques en réduisant le volume des crédits accordés plus que les banques domestiques.

Cette idée de « non-loyauté » a été affirmée par les comportements bancaires pendant beaucoup de crises financières. Pendant la crise asiatique en 1997, les banques étrangères n'étaient pas susceptibles de maintenir le niveau de crédits aux firmes domestiques en dépit de leurs capitalisations importantes et surtout de leurs portefeuilles d'actifs internationalement diversifiés. Au contraire, elles ont facilité les fuites des capitaux étrangers vers les pays d'origine. Au lieu de mobiliser leur avantage financier par rapport aux banques domestiques pour maintenir le niveau du crédit, elles ont accéléré le renversement des flux financiers et accentué la contraction du crédit domestique.

B - Propagation des crises

Nous constatons qu'après la libéralisation financière, une crise locale peut se propager plus facilement et plus rapidement vers les autres pays. C'est le cas de la crise asiatique qui s'est déclenchée en Thaïlande et s'est propagée dans l'ensemble de la région et à d'autres pays en développement. C'est aussi le cas de la crise des *subprimes* déclenchée aux États-Unis avant de se propager à quelques pays développés puis vers l'ensemble des pays. Bien entendu, ce phénomène de propagation de crise n'est pas nouveau. La question qui se pose est de savoir comment une crise financière apparue dans un pays peut atteindre d'autres pays ou l'ensemble des pays ?

Les deux principaux canaux de transmission des crises sont le canal commercial et le canal des flux financiers. Pour le premier, il s'agit de crises financières qui s'accompagnent généralement par un ralentissement de la demande de biens, ce qui affecte les échanges commerciaux entre les pays¹. Après la libéralisation financière, le deuxième canal, c'est-à-dire le canal des flux financiers, joue un rôle important dans la propagation des crises. En fait, la libéralisation des flux de capitaux facilite la propagation rapide des crises à travers le monde. Comme l'intégration financière a favorisé la diversification des portefeuilles au niveau international, l'éclatement d'une crise financière locale conduit les investisseurs à modifier leurs portefeuilles pour réduire leur exposition au risque et obtenir de la liquidité. Par conséquent, une crise financière dans un pays donné peut réduire la liquidité des participants à l'ensemble des marchés financiers, parce que ce choc de liquidité peut obliger les investisseurs à recomposer leurs portefeuilles en vendant une part des actifs détenus dans d'autres pays pour faire face à cette pénurie de liquidité. Si le choc de liquidité est suffisamment important, une crise dans un pays donné peut amplifier le rationnement du crédit et forcer les investisseurs à vendre leurs actifs à des pays qui n'ont aucun lien avec la crise initiale et présentent des fondamentaux solides.

Il est important de souligner que la libéralisation des flux de capitaux dans l'ensemble des pays concernés rend le pays plus vulnérable aux comportements des investisseurs internationaux. Une crise qui se déclenche dans un pays peut amener les investisseurs à modifier leurs anticipations pour certains actifs dans d'autres pays. En effet, le déclenchement de la crise augmente la tension de tous les marchés financiers et oblige les investisseurs à revoir leurs aversions aux risques dans d'autres pays et leurs évaluations des actifs (Ahluwalia, 2000). Ainsi, la crise va se propager aux pays dont l'état des fondamentaux est proche de celui du pays qui a connu la crise en premier. C'est le cas de la crise asiatique en 1997 pour laquelle nous parlons de contagion discriminante. Or, la propagation de la crise peut aller plus loin en touchant certains pays qui n'ont aucune relation avec le pays où la crise s'est déclenchée : ces pays présentent des fondamentaux différents et n'ont pas de relations commerciales ou financières avec ce pays. Dans ce cas, on parle de contagion non-discriminante, car les reflux de fonds par les investisseurs internationaux reflètent un comportement irrationnel de ces derniers qui se traduit par un mouvement de panique non

¹ Par exemple, la crise des *subprimes* a provoqué la baisse de la demande des biens de consommations aux États-Unis. Ce qui s'est traduit par la baisse des exportations des pays en développement. A cette diminution des quantités, il faut rajouter la baisse des prix. Ces effets sont plus importants dans les pays en développement dont les revenus sont tributaires des exportations (Gurtner, 2010).

justifié (Forbes et Rigobon, 2000). Ce phénomène est également constaté après la crise des *subprimes* aux États-Unis lorsque les indices boursiers ont également chuté dans les pays émergents.

Le changement de l'aversion au risque des investisseurs est l'un des canaux de la transmission des crises. Or, l'ampleur du changement n'est pas identique pour les pays développés et pour les pays en développement. Quand l'aversion au risque de l'investisseur augmente, l'investisseur international va réduire son exposition aux actifs les plus risqués et diminuer sa participation dans les pays émergents et en développement. Il cherche désormais à acquérir des actifs de qualité disponibles dans les pays développés. La résistance d'un pays à une crise dépend non seulement de la capacité de ses différents agents à gérer un choc externe, c'est-à-dire de sa qualité institutionnelle, mais aussi et surtout de l'acceptabilité de sa monnaie au niveau international. En cas de crise financière, les autorités monétaires des pays développés peuvent exécuter leur fonction de prêteur en dernier ressort en injectant suffisamment de liquidités pour stabiliser leur système financier. En revanche, les pays en développement ont été obligés d'emprunter en devise auprès du F.M.I pour éviter la rupture du crédit. De ce point de vue là, les pays en développement sont plus vulnérables que les pays développés dans le système financier international.

En effet, nous pouvons dire que la littérature sur la relation entre les flux de capitaux étrangers et la croissance distingue deux effets contradictoires. Dans un premier temps, ces flux peuvent apporter les liquidités supplémentaires aux marchés financiers domestiques pour stimuler l'investissement et la croissance, mais une grande partie des fonds s'est orientée vers des investissements spéculatifs qui cherchent à tirer profit des fluctuations des marchés au lieu de contribuer aux investissements productifs, car ces derniers demandent logiquement plus de temps à être rentabilisés. Toutes ces conséquences négatives de la libéralisation des marchés de capitaux peuvent contribuer à l'instauration d'un environnement instable et inhospitalier à l'investissement à moyen et long termes, et par conséquent un ralentissement de la croissance économique.

La volatilité des mouvements de capitaux vers les marchés émergents pendant les crises financières et les coûts associés ont soulevé des questions concernant les vertus des mouvements de capitaux non restreints dans ces économies. Pour la plupart des économistes, la réglementation prudentielle des institutions financières et la stabilité macroéconomique comme préalable à une libéralisation réussie du compte de capital ont longtemps été non seulement légitimes mais nécessaires. Dans la mesure où la volatilité des mouvements de

capitaux en Amérique latine et en Asie au milieu des années 1990 a reflété l'absence de ces conditions fondamentales, la raison principale de la crise serait donc liée à une insuffisance des réformes nécessaires dans ces pays. Mais ces affirmations ont ignoré les effets des changements radicaux sur le système financier international, à la suite de la libéralisation financière. Si ce dernier est devenu beaucoup plus instable, tous les pays concernés doivent prendre en compte les conséquences spéciales de l'intégration financière internationale selon leurs propres conditions macroéconomiques.

C - Danger de la dépendance financière

Après avoir rappelé certaines caractéristiques du mouvement de capitaux après la libéralisation financière, nous nous approchons de la notion de la dépendance financière. Cette notion consiste à décrire la situation dans laquelle se trouve une économie dans ses relations financières avec une autre, laquelle exerce le rôle de prêteur ou d'emprunteur, et qui exerce sur elle un ascendant. Au niveau statistique, cette dépendance financière peut être mesurée par la part du financement extérieur dans la totalité du financement d'un pays (par exemple, la part du crédit en devises étrangères dans l'ensemble du crédit domestique). La soumission financière ne résulte pas seulement de la domination objective du marché, mais aussi d'une puissance relative qui rend ses partenaires vulnérables. Pour les pays en développement, le danger de la dépendance financière provient du fait de ne pas avoir ou d'avoir peu de liquidité internationale et donc d'avoir besoin de flux réguliers de devise-clé d'une autre économie partenaire pour pouvoir subvenir à leurs besoins de liquidité. C'est pourquoi la maîtrise de dépendance financière est devenue l'objectif principal de l'ouverture financière chinoise (Yi, 2011).

Effectivement, le contexte de surliquidité internationale a accru le degré de la dépendance financière des pays en développement vis-à-vis des pays développés. Ces derniers, dont les monnaies sont largement acceptées en tant que moyens de paiement international, sont relativement moins menacés par la contrainte des liquidités internationales. Quant aux pays en développement, ils sont à la fois demandeurs des devises et victimes de la fluctuation des prix des actifs financiers liée aux mouvements massifs des capitaux étrangers. La vulnérabilité du système financier des pays en développement est étroitement liée à leur dépendance financière vis-à-vis des pays développés.

1) La surliquidité mondiale a accru la dépendance financière

Actuellement, nous constatons que la surliquidité mondiale liée étroitement à la politique monétaire dans les pays développés offre des liquidités abondantes mais moins couteuses aux investisseurs internationaux. Ce n'est pas un phénomène nouveau. Depuis la libéralisation financière, ces investisseurs cherchent sans cesse à augmenter le rendement de leur portefeuille, en se tournant vers des actifs mieux rémunérés (immobilier, actions, matières premières) au niveau mondial. Cela se traduit ensuite par des flux de capitaux vers les pays émergents et par l'appréciation, parfois excessive, du prix des actifs dans ces pays. Dans quelle mesure la liquidité internationale est-elle responsable de la prise de risques excessive des investisseurs internationaux, de l'excès de liquidité et des bulles sur les marchés financiers dans les pays émergents ? Pour l'instant, peu d'études se sont intéressées à la question. La majorité d'entre elles portent sur les pays industrialisés et sur l'impact de la croissance monétaire sur les taux d'intérêt, le PIB ou le taux d'inflation. Pour les pays en développement, en 2010, le F.M.I étudie le lien entre croissance de la liquidité mondiale et prix d'actifs dans les pays émergents récepteurs. Selon ce rapport (FMI, 2010), la liquidité mondiale est positivement associée aux investissements boursiers entre 2003 et 2009, ce qui peut expliquer la hausse des rendements. Ensuite, Chudik et Fratzscher (2011) analysent l'effet du durcissement des conditions monétaires (estimé par la variation du taux d'intérêt du marché monétaire à 3 mois) et de l'évolution de l'aversion au risque dans la transmission globale des crises financières mesurées par la variation de l'indice boursier. Ces auteurs montrent que les économies émergentes sont fortement affectées par les modifications de l'aversion au risque (Chudik et Fratzscher, 2011).

L'effet de la liquidité internationale sur les marchés boursiers des pays émergents fait partie de la dépendance financière. En augmentant la sensibilité des marchés financiers des pays par rapport aux conditions de liquidités internationales, cet effet déstabilise le niveau de liquidité domestique et fragilise l'ensemble de la structure de financement du pays. Dans un premier temps, l'entrée des flux financiers diminue le coût de financement en devise étrangère. Dans certains cas, la progression de la part du financement extérieur peut être bienveillante lorsque l'endettement stimule le taux d'investissement productif porteur d'une accélération du progrès technique. L'augmentation de l'endettement en devise est allée de pair avec l'appréciation de la monnaie domestique qui est avantageuse pour les investisseurs étrangers dans cette monnaie. Par contre, il y a une autre possibilité dans laquelle les afflux des capitaux financiers gonflent fortement la bulle des actifs financiers du pays récepteur. Dans ce cas, les

deux effets pervers se produisent : d'une part, la distorsion des prix des actifs peut fragiliser le système financier du pays en accroissant l'incertitude des anticipations des investisseurs ; d'autre part, l'augmentation de la masse monétaire entraîne une pression inflationniste qui déstabilise tout le système des prix.

Puisque ces pays récepteurs affichent par conséquent une sensibilité très importante à la volatilité des flux de capitaux et de leur taux de change, le durcissement de la condition de liquidité extérieure peut provoquer des effets pervers sur l'anticipation des agents privés. En principe, les autorités monétaires des pays en développement n'ont aucun pouvoir pour influencer la politique monétaire des pays émetteurs des devises-clés. Ainsi, sans coordination internationale, le durcissement de la condition monétaire internationale représente un vrai risque au niveau de la liquidité nationale des pays récepteurs. Du fait que leurs réserves de devises ne sont pas illimitées, en cas de renversement des flux de capitaux, il y aura alors une chute du prix des actifs financiers domestiques et le phénomène de fuite vers les liquidités internationales libellées en devises-clés. Dans ce cas, les Banques centrales de ces pays ne sont pas capables de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort, car leur monnaie n'est plus la monnaie de référence pour les échanges des agents économiques privés. C'est une des conséquences fatales de la perte de souveraineté monétaire, car la vitalité du système de paiement d'un pays peut être totalement hors du contrôle des autorités monétaires locales et devient dépendante d'une ou des institutions monétaires extérieures.

2) Interaction entre dépendance financière et crise monétaire

Pour les pays en développement, la dépendance très élevée vis-à-vis des marchés financiers internationaux contient d'autres effets négatifs sur l'investissement et la croissance économique à travers le déploiement des actifs en faveur des actifs financiers et la fragilisation du bilan bancaire. La crainte de l'insuffisance des liquidités internationales conduit à maintenir les taux d'intérêt élevés avec une politique monétaire très restrictive. Dans un contexte de libéralisation financière, le niveau des taux d'intérêt dépend également du régime de change. Rappelons-nous que dans un régime de taux de change fixes (par exemple, *currency board*), les taux d'intérêt peuvent ne pas être très élevés, mais la Banque centrale va perdre le contrôle de la masse monétaire et ne peut plus jouer le rôle de prêteur en dernier ressort. Dans un système de taux de change flexibles avec une intervention de la Banque centrale, les taux d'intérêt seront forcément plus élevés que ceux dans les pays

émetteurs des liquidités internationales. La politique de taux d'intérêt forts est dans l'ensemble, nous l'avons déjà mentionné, une entrave importante à l'investissement. Elle alourdit considérablement le service de la dette interne des États et aggrave rapidement leur déficit budgétaire qui alimente le scepticisme quant à la politique économique du gouvernement.

La stabilité de ce modèle de financement est problématique notamment dans les pays en développement ou en transition. Quand survient la crise, la crainte des reflux des capitaux entraîne encore une hausse des taux d'intérêt à un niveau tel qu'il devient un coût trop lourd à supporter pour les projets d'investissement nécessitant un recours au crédit, ce qui rend très difficile le remboursement des crédits. En conséquence, la croissance des défauts de remboursement en devise fragilise le bilan des banques, mais aussi le gouvernement fortement endetté en devise. Si cette mesure est considérée comme insuffisante pour rétablir la confiance des marchés, une politique d'austérité est alors engagée à la suite de chaque crise. Les dépenses publiques sont réduites fortement pour assurer l'augmentation du service de la dette interne et externe du fait de la hausse des taux d'intérêt. Malgré tout, après toutes les mesures qui sont mises en place, la relance économique des pays est loin d'être assurée. L'effet récessif de la forte hausse des taux d'intérêt sur la croissance et l'investissement peut encore creuser le déficit budgétaire. Parallèlement, le déficit des comptes courants a tendance à augmenter bien que la récession freine les importations. En outre, une fois la confiance des marchés internationaux retrouvée et les capitaux revenus, les pays touchés par la crise deviennent de plus en plus dépendants financièrement vis-à-vis des pays développés, et ils n'arrivent plus à déterminer librement les taux d'intérêt.

En résumé, après la libéralisation financière, nous sommes ainsi en présence d'une situation particulière : les mouvements de capitaux augmentent le degré de dépendance financière des pays en développement et rendent leur structure de financement de plus en plus vulnérable. Après l'expérience douloureuse des crises financières, il apparaît que le ralentissement de l'activité économique est davantage le résultat d'une politique d'austérité mise en place pour rééquilibrer la balance des paiements. Certains pays ont dû compter sur la dollarisation pour regagner la confiance des investisseurs financiers internationaux et faire revenir les capitaux étrangers, mais aucun agent économique privé ni aucun gouvernement ne connaît le seuil exact des déficits de la balance des paiements à partir duquel les comportements des spéculateurs changent radicalement. Il semble que ce « mystérieux » seuil de confiance, bien marqué dans tous les manuels de contrôle de risque, ne serve jamais à

prévenir les crises financières lorsque l'intervention de l'État est affaiblie et le contrôle des mouvements de capitaux inexistant.

C'est pourquoi il est important de prendre au sérieux le risque potentiel d'une dépendance financière accrue des pays en développement vis-à-vis des pays développés, et ce risque, pour une grande partie, est lié à l'instabilité endogène du système monétaire international. En principe, un bon système monétaire international devrait permettre de concilier les désirs de détention de liquidités internationales selon les objectifs des agents économiques dans les différents pays, mais le système actuel n'arrive pas à garantir la stabilité de la fourniture des liquidités internationales notamment aux pays en développement. Les crises financières depuis les années 1990 dans les pays émergents pourraient s'interpréter comme des crises jumelles selon l'expression de Kaminsky et Reinhart (1999). Cette coexistence des crises de change et bancaires serait une caractéristique spéciale de l'intégration financière internationale contemporaine¹. Dans cette perspective, il est incontournable d'analyser le rôle de la monnaie dans les déséquilibres monétaires et financiers internationaux et ses effets sur le financement des économies en développement.

¹ Les crises bancaires et jumelles ont été particulièrement importantes au cours de l'entre-deux-guerres. Elles ont été quasiment absentes sous le régime monétaire de Bretton Woods. Si leur fréquence a augmenté sur la période récente, les données par groupe de pays montrent que les crises jumelles affectent désormais presque exclusivement les pays émergents. Or, c'est précisément ce groupe de pays qui a opéré le plus intensivement un processus de libéralisation financière domestique et internationale au cours des années 1990. Cette évolution suggère ainsi un lien entre libéralisation et crises jumelles.

III - Indépendance monétaire et dépendance financière

Dans la section précédente, nous avons expliqué pourquoi l'instabilité endogène du mouvement de capitaux internationaux nécessite que les pays en développement soient vigilants au niveau de leur dépendance financière vis-à-vis des pays développés. Or, en pratique, le contrôle des mouvements de capitaux n'est pas facile à être mis en place, car la majorité des pays en développement souffrent davantage de la contrainte de liquidités internationales que du manque de ressources financières internes. Le besoin régulier de liquidités internationales justifie la nécessité de l'ouverture du compte capital. Pour ces pays, bien que la levée du contrôle des flux de capitaux permette d'attirer davantage de capitaux étrangers, elle accroît également la dépendance financière des pays et rend l'ensemble du système financier domestique plus vulnérable face au durcissement de la condition monétaire internationale.

En fait, le droit d'accès au système des paiements internationaux n'est pas absolu pour tous les pays. Certains pays dont les monnaies sont acceptées en tant que moyen de paiement international ont plus de privilège que les autres, principalement les pays en développement. Leurs autorités monétaires ont toujours besoin d'un volume nécessaire des réserves de change pour faire face à leurs engagements courts en raison d'un durcissement de condition de financement extérieur libellé en devises étrangères. Dans ce cas, l'indépendance de la politique monétaire est remise en cause par le besoin de liquidité internationale. A quoi sert cette indépendance monétaire ? En fait, une indépendance monétaire se décompose en deux parties : la première partie repose sur la capacité de la Banque centrale à influencer le taux d'intérêt interbancaire, c'est-à-dire le prix de la monnaie au niveau domestique, au service de ses objectifs économiques comme le plein d'emploi et la stabilité des prix ; la deuxième partie s'appuie sur la capacité de la Banque centrale à déterminer le taux de change, c'est-à-dire le prix de la monnaie au niveau international, en faveur du commerce international du pays.

L'objectif de cette section est d'étudier l'importance de l'indépendance monétaire dans un contexte de libéralisation des flux de capitaux en tenant compte des imperfections du système monétaire international. Tout d'abord, nous allons analyser le mécanisme d'intervention d'une Banque centrale au niveau des taux d'intérêt domestiques pour comprendre comment l'émission monétaire n'est plus sous le contrôle de la banque centrale, et ses conséquences sur le système financier. Ensuite, nous analyserons l'imperfection du

système monétaire international et ses implications sur le choix des politiques de change des pays en développement.

A - Indépendance de la Banque centrale versus Indépendance monétaire

Aujourd'hui, dans la plupart des pays développés, les banques centrales, qui sont en charge de la politique monétaire, sont indépendantes des gouvernements ; c'est notamment le cas de la Banque centrale européenne (BCE). Depuis la publication des articles novateurs de Kydland et Prescott (1977), et de Barro et Gordon (1983), une nouvelle théorie (fondée sur l'hypothèse des anticipations rationnelles) préconise que la politique monétaire se heurte au problème de l'incohérence temporelle des décisions et au manque de crédibilité de l'autorité monétaire. Ce renouvellement de l'analyse macroéconomique a renforcé l'idée selon laquelle l'indépendance annoncée des banques centrales est la seule mesure efficace de lutte contre l'inflation. Par conséquent, du fait des avantages de cette indépendance du point de vue de la crédibilité de la politique anti-inflationniste, de nombreux pays en développement ont aussi opté pour l'indépendance de leur banque centrale. Néanmoins, l'indépendance de la banque centrale entraîne la perte des instruments de politique monétaire lorsque l'inflation est faible et l'économie en récession. Aujourd'hui, la question du statut des banques centrales est de plus en plus évoquée dans les grands débats économiques, car les crises récentes dans les pays développés ont déclenché un mécanisme de sauvetage étatique du système financier. Par-delà les baisses de taux, leurs Etats ont recapitalisé les institutions financières défaillantes et garanti les échanges interbancaires pour prévenir une crise systémique. La baisse de la valeur des actifs a provoqué des dépréciations importantes que la plupart des banques ne parviennent pas à assumer, ce qui démontre l'insuffisance des ratios prudentiels. En définitive, les banques sont contraintes de vendre des actifs pour améliorer leur position, mais de nombreux actifs sont invendables dans un contexte de crise. Du coup, les banques centrales se sont substituées au marché pour en racheter une partie.

Depuis l'éclatement de la crise de l'euro, les critiques sur la nécessaire indépendance des banques centrales se sont multipliées. Mais tout cela reste périphérique au regard du problème fondamental : « Comment mettre la monnaie domestique au service de l'économie ? » Ce n'est possible que si la Banque centrale est soumise à la tutelle de la politique économique de l'Etat. Cette subordination administrative conditionne la maîtrise de la conduite de la

politique économique de tous les gouvernements. La crise actuelle de l'Euro nous donne une bonne leçon. Pour une banque centrale commune à plusieurs Etats membres, les articulations avec des institutions de pays différents ne permettent pas de résoudre les problèmes monétaires nationaux liés à la diversité économique des pays. Toute mesure locale risque d'être annulée, quant à ses effets, par la politique monétaire du pays leader.

1) La banque centrale : le prêteur en premier et dernier ressort

Nous avons déjà montré dans le deuxième chapitre comment en définitive, c'est la Banque centrale qui dispose d'un important pouvoir pour décider de l'opportunité des investissements selon les objectifs fixés par le gouvernement. Cette opinion semble un peu extrême, mais elle est vraie. Comme il est faux de croire que l'épargne précède toujours l'investissement, financer un investissement domestique par l'épargne, qu'elle soit interne ou extérieure, privée ou publique, n'est plus décisif. Qu'il y ait une indépendance de la Banque centrale vis-à-vis du Trésor ou une confiance forte des investisseurs étrangers, n'y change pas grande chose. Il faut simplement que les dirigeants des autorités monétaires s'engagent à ajuster régulièrement et correctement, souvent avec un degré élevé de discrétion, le fonctionnement du système financier au service de la croissance économique dont la Banque centrale est le premier et dernier ressort responsable de la conduite.

Supposons que l'Etat chinois décide de relancer les activités économiques pour lutter contre le chômage et augmenter l'investissement industriel, la Banque centrale va tout de suite baisser le taux d'intérêt et/ou accroître le quota de crédit pour augmenter la masse monétaire. En principe, l'évolution du marché monétaire représente un bon thermomètre pour estimer le besoin monétaire et financier de l'économie. Quand la Banque centrale fixe son taux d'intérêt, l'économie va réagir en déterminant le volume du crédit global compatible avec ce taux. S'il est trop bas, les entreprises vont emprunter plus, et inversement. Sinon, l'autorité monétaire peut également chercher à fixer le volume monétaire en circulation par la voie de l'encadrement du crédit. Dans ce cas, elle doit laisser le taux d'intérêt se dégager sur le marché monétaire et ne plus chercher à l'influencer selon la volonté du gouvernement, car les co-créeurs de la monnaie (entreprises et banques) vont déterminer le prix de la monnaie : le taux d'intérêt. C'est pourquoi une bonne gestion monétaire de la Banque centrale doit libérer un des deux éléments, c'est-à-dire masse monétaire ou taux d'intérêt. Si elle fixe l'un et l'autre, cela revient à refuser aux entreprises le droit de révéler leurs propres besoins

financiers, et aux banques d'adapter leurs offres monétaires à ces besoins. C'est une véritable répression monétaire constatée dans une économie planifiée centralisée. En remettant au pouvoir monétaire le droit de déterminer la quantité et le prix de la monnaie, elle refuse à l'économie la possibilité de dire quels sont ses besoins financiers.

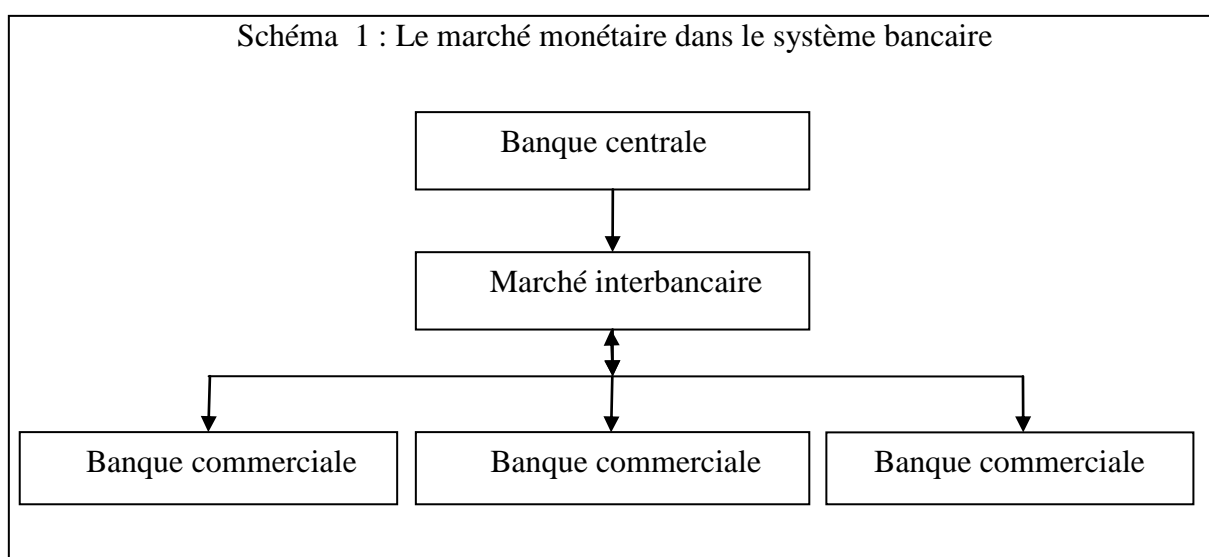
Aujourd'hui, l'économie chinoise n'est plus dans la période de l'économie planifiée centralisée et la gestion monétaire de ce type ne semble plus valable dans la plupart des pays du monde. Pour la même raison, les banques centrales préfèrent fixer le taux d'intérêt dans leur gestion monétaire, car il est peu probable que leurs fonctionnaires puissent anticiper correctement les demandes de liquidité de l'ensemble des agents économiques. Mais est-il possible qu'une Banque centrale d'un pays ne soit plus capable de déterminer ni la quantité de la monnaie, ni le taux d'intérêt du marché interbancaire ? La réponse est oui. Dans ce cas, bien que le statut indépendant *de jure* puisse être conservé sur le papier au niveau national, elle se soumet *de facto* à un autre institut monétaire étranger. Puisque cet institut étranger n'a pas la responsabilité de tenir compte des besoins financiers domestiques du pays, toutes ses politiques intérieures risquent d'être inutiles car son système financier peut à tout moment être paralysé par la pénurie de liquidité ou être surchauffée à cause de l'abondance du crédit.

2) La perte d'indépendance monétaire

Pour mieux comprendre comment une Banque centrale perd le contrôle sur son système monétaire, il est nécessaire de faire un rappel sur le mécanisme d'émission monétaire du système bancaire. Ce mécanisme est très simple : dans un système bancaire d'une économie de marché centralisée, la monnaie centrale passe dans les mains des agents économiques par l'intermédiaire des banques commerciales. Si l'autorité monétaire veut mesurer la quantité totale de monnaie que sollicite l'économie, il faut avant tout connaître la situation globale de la monnaie centrale. Certaines banques en ont plus que leurs clients leur demandent, on dit qu'elles sont « surliquides ». D'autres en ont moins, elles sont « illiquides ». Chaque jour, elles se réunissent pour s'échanger de la monnaie fiduciaire dans un marché monétaire spécial qu'on appelle interbancaire. Si à la fin de ce marché interbancaire, les banques sont en surliquidité et n'arrivent pas à placer leur surplus de liquidité, cela signifie qu'il existe trop de monnaie dans l'économie et par conséquent, son taux d'intérêt va baisser. Dans ce cas, si la Banque centrale considère que ce signe est bon et que le marché interbancaire fonctionne correctement, elle va intervenir en rachetant sa propre monnaie pour

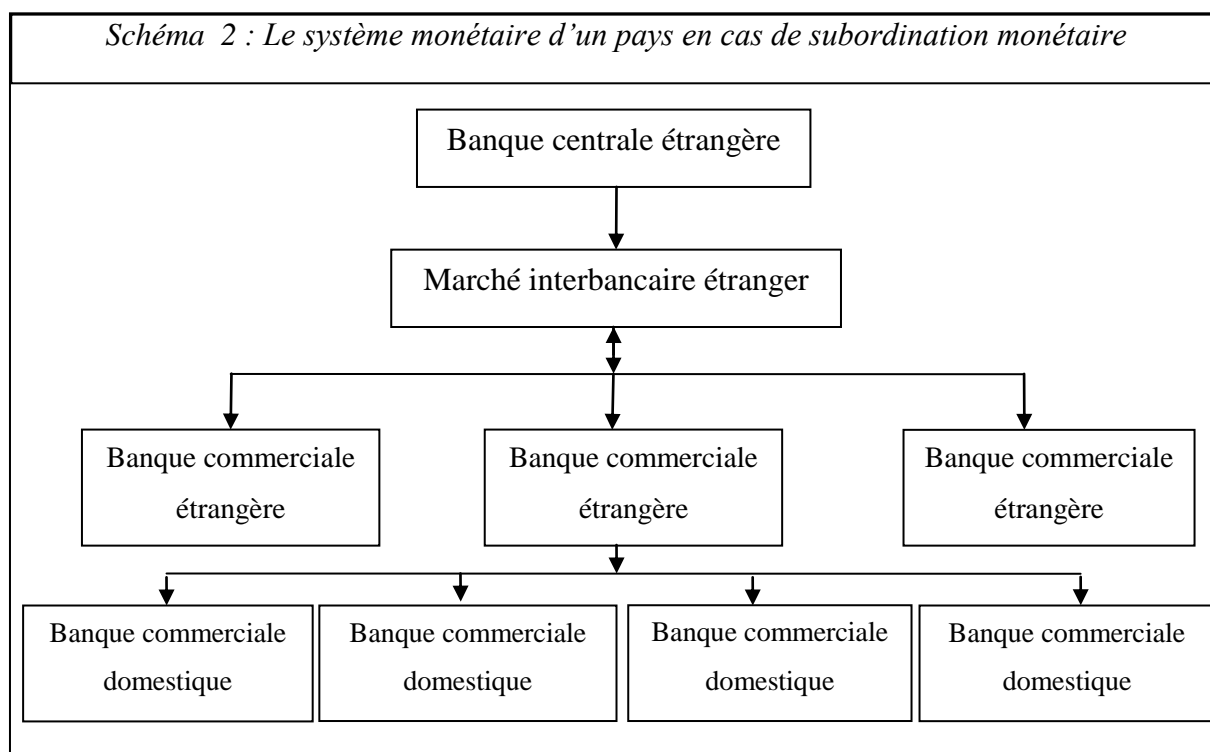
diminuer le volume total de la monnaie. Inversement, quand les banques ne trouvent pas assez d'argent à emprunter, cela signifie que l'économie n'est pas suffisamment nourrie en moyens de paiement. Le taux va augmenter et la Banque centrale interviendra pour vendre sa monnaie.

Aujourd'hui, la gestion monétaire des autorités monétaires s'appuie essentiellement sur le fonctionnement normal du marché interbancaire qui s'intercale entre la Banque centrale et les banques commerciales (voir le schéma 1), car le taux d'intérêt du marché est l'un des thermomètres principaux qui permet de voir dans quelle mesure l'économie est convenablement alimentée en monnaie.



En revanche, dans certain cas extrêmes, ce mécanisme de régulation monétaire se passe autrement. Supposons que dans un pays A, où une grande inflation produit une défiance sur la monnaie centrale, il soit possible que la Banque centrale du pays A n'arrive plus à déterminer ni le taux d'intérêt du marché monétaire ni la quantité de monnaie nationale à cause de la défaillance de son marché interbancaire. Les banques commerciales domestiques vont chercher à se rattacher aux banques étrangères du pays B qui leur fournissent les liquidités en cas de besoin. Ensuite, les banques du pays B vont se réunir pour informer leur Banque centrale des besoins en monnaie centrale étrangère. Puisque la quantité de monnaie fiduciaire détermine la quantité globale de monnaie, la monnaie centrale d'un pays étranger B (il s'agit souvent d'une monnaie internationale) fixe le niveau global de l'activité économique dans l'ensemble de ces deux pays. En d'autres termes, théoriquement, une fois que la quantité de monnaie centrale du pays B est fixée, la quantité totale de monnaie peut être répartie en

proportion des possibilités de production entre deux pays. Il en résulte une subordination monétaire (voir le schéma 2) qui s'appuie sur deux éléments : la fixation du taux de change et la liberté de mouvement des signes monétaires de l'autre. Or, il est clair qu'une Banque centrale étrangère n'a aucune obligation pour satisfaire les besoins financiers spécifiques de ce pays.



Par conséquent, cette subordination monétaire peut rendre inefficace toute politique économique du gouvernement du pays A, car son système financier n'arrive plus à répondre aux besoins de liquidités domestiques à cause de l'instabilité du volume de moyens de paiement fiables. Tandis que l'évolution du taux d'intérêt du marché interbancaire n'est plus sous le contrôle de la Banque centrale, on dirait que ce pays perd son indépendance monétaire, parce que la détermination du prix de la monnaie domestique n'est plus dans la main de l'autorité monétaire nationale. Par ailleurs, il existe un autre prix de la monnaie : le taux de change qui mérite également notre attention particulière. Dans les paragraphes suivants, on va étudier le deuxième facteur de perte d'indépendance monétaire : le taux de change.

B - Imperfection du système monétaire international et ses implications sur le choix des politiques de change chinoises

Le système monétaire international est constitué des politiques et mécanismes officiels relatifs à la balance des paiements internationaux, en particulier les régimes de change. Dans la pratique, en raison de l'assortiment hétéroclite de politiques de change appliquées par les pays différents, ce système a été incapable de s'ajuster adéquatement aux chocs d'envergure. Par exemple, depuis l'intégration de la Chine à l'économie mondiale, il n'a pu empêcher l'accumulation de déséquilibres substantiels et intenable au titre des balances courantes (Obstfeld et Rogoff, 2009). C'est pourquoi de plus en plus de spécialistes, comme Zhou (2009) et Rajan (2010), imputent en partie la crise financière de 2007-2009, et la difficulté de la relance actuelle de l'économie mondiale, à l'instabilité endogène du système monétaire international, et notamment à l'absence de corrections rapides et symétriques des cours réels des monnaies en réaction à ces déséquilibres. De fait, les autorités de nombreuses économies émergentes sont intervenues pour limiter les flux de capitaux et les fluctuations du cours de la monnaie nationale, ce qui a eu pour effet de contrer le nécessaire rééquilibrage du système. Ainsi, pour mieux étudier les politiques de change chinoises, nous cherchons d'abord à présenter l'évolution du système monétaire international.

1) L'évolution du système monétaire international

Avant 1914, le système monétaire international fonctionne sous le nom d'étalon-or, caractérisé par l'existence d'une monnaie internationale, l'or. La quantité d'or détenu par chaque Etat garantit sa monnaie nationale et tout détenteur de monnaie nationale a le droit d'en demander la conversion en or. Par conséquent, les taux de changes sont fixés ou varient très peu. La quantité d'or monétaire détermine le volume global de moyens de paiement au niveau international, et sa répartition entre les différents pays limite le pouvoir monétaire des Etats. Mais au cours des années 1930, les pays occidentaux, victimes d'un fort ralentissement de leur taux de croissance, avaient mis en place unilatéralement des politiques de dévaluation compétitive. Il en est résulté des désordres de change et de prix qui auraient probablement été à l'origine de la Seconde Guerre mondiale. C'est pourquoi depuis l'après-guerre, les pays alliés ont fait beaucoup d'efforts pour chercher les moyens de revenir à un système monétaire plus ordonné entre les différentes zones monétaires. Il semble souhaitable que l'étalon-or soit conservé, car il permet une fixité de ces taux. Mais ce régime présente en même temps un

inconvenient majeur : la quantité limitée d'or limite la quantité totale de monnaie. En fait, deux plans sont proposés.

a) L'opposition entre le plan Keynes et le plan White

Keynes avait développé l'idée d'une nouvelle structure qui s'appliquait au niveau international. Il suffit que les banques centrales fassent des crédits entre elles et se réunissent périodiquement pour dégager une situation d'ensemble au sein d'une véritable Banque centrale supranationale que Keynes appelait *Clearing Union* (Union de compensation). Le mécanisme de compensation fonctionne exactement comme un marché monétaire à l'intérieur du pays selon le schéma 1 : celles qui sont surliquides en prêtant à celles qui sont illiquides, et la « Banque centrale mondiale » intervient en dernier ressort, soit pour offrir les liquidités, soit pour en retirer. Du fait que la Banque mondiale est la Banque centrale des banques centrales, les liquidités se reposeront sur la monnaie internationale émise par elle, et les contraintes de l'or seront définitivement relâchées. Les États-Unis, avec son porte-parole Henry White, proposaient a contrario un système où le moyen de paiement international serait une monnaie forte - le dollar, émis par son propre système monétaire. Le plan White est d'accord avec les changes fixes, mais pas avec une Banque mondiale. Il fallait un organisme international (F.M.I) auprès duquel chaque pays apporterait une contribution composée de deux parties : une partie en monnaie nationale et l'autre en or. En cas de problème de balance des paiements, le pays concerné irait chercher l'or qu'il a déposé, et éventuellement emprunter d'autres monnaies.

En raison du rapport de forces existant, le plan White allait l'emporter, sur le plan Keynes, dans les négociations. Il cherchait à restructurer l'économie internationale autour de la monnaie de l'économie dominante, le dollar, et refusait la possibilité de mettre en place une monnaie supranationale ou une véritable banque centrale supranationale. En conclusion, le système est articulé autour du dollar, monnaie internationale dont les pays se servront pour leurs réserves, puisqu'il n'y pas assez d'or. Mais comme nous avons indiqué dans le premier chapitre, ce système s'est heurté à un dilemme de Triffin (voir les pages 26-27), dans les années 1960. Ensuite, plusieurs changements du système monétaire international ont eu lieu : en 1969, face à l'incapacité du dollar à jouer son ancien rôle, le F.M.I a créé un substitut de monnaie internationale - le DTS (droit de tirage spécial), et puis en 1976 les membres du FMI signent les accords de la Jamaïque qui permettent le flottement des monnaies. Le rôle initial

principal du FMI, garantir la stabilité des taux de change dans une marge de 1 %, a disparu, et c'est la fin du système de Bretton Woods.

b) Le DTS : le substitut de la monnaie internationale ?

Par rapport à l'ordre de Bretton Woods, aujourd'hui le fondement du système monétaire international n'est pas beaucoup modifié. Il se caractérise essentiellement par l'absence d'une véritable monnaie internationale. Le DTS n'est pas une monnaie internationale à proprement parler. Le FMI, plus un intermédiaire financier international qu'une banque centrale, n'est pas un émetteur et ne garantit pas les valeurs en DTS par ses propres réserves. Le DTS est déterminé à partir d'un panier de monnaies majeures largement utilisées pour le commerce international et les marchés financiers. Pour le moment, ce panier est constitué du dollar américain, de l'euro, du yen japonais, et de la livre sterling. Les fonds de réserves déposés au FMI par les États ne sont pas libellés en DTS mais dans chacune des devises composant le panier.

Malgré tout, le système du DTS joue partiellement un rôle de marché monétaire des banques centrales. Un Etat membre du F.M.I peut décider d'utiliser les DTS qu'il a reçus pour les vendre afin de soutenir sa monnaie. Imaginons par exemple, que suite à un déficit commercial, la monnaie d'un pays membre s'affaiblit, la banque centrale de ce pays peut acheter sa monnaie et payer en vendant ses DTS. Dans ce cas le pays vendeur de DTS aurait un déficit de DTS tandis que le pays acheteur aurait un excédent. Le pays vendeur devrait alors payer des intérêts au pays ayant un excédent de DTS. Un DTS est donc un « droit d'emprunter à un prêteur consentant », une réserve bancaire de laquelle un pays peut tirer. Comme toutes les monnaies actuelles, créées *ex nihilo*, un DTS est adossé à la promesse d'un pays qu'il va honorer ses dettes.

C'est pourquoi il est tellement important de participer au système des DTS pour que l'intégration financière d'un pays ne soit pas perturbée à tout moment à cause de « l'illiquidité » de sa Banque centrale. Le principe des DTS, c'est-à-dire de ne plus se référer à une seule monnaie nationale mais à un panier de monnaies réputées fortes, peut être considéré comme un progrès des réformes du système monétaire international. Or, la répartition des DTS est encore arbitraire et discriminatoire. Les quotités de chaque monnaie constituant un DTS sont déterminées en fonction de leur importance relative dans les échanges commerciaux internationaux et les transactions financières. Ce mode de répartition est discriminatoire car il a voulu figer la structure de fourniture de la liquidité internationale, à un instant du passé, en

se refusant au potentiel de la faculté de production des pays en développement. Rappelons-nous que la force de la monnaie endogène s'adresse au futur et non pas au présent, encore moins au passé. Pour les pays en développement, du fait que leur poids sur le commerce international est relativement moins important que celui des pays développés, aucun parmi eux n'a une proportion qui lui revient de droit, compte tenu de leur potentiel de croissance économique. Cette inégalité d'accès au marché des liquidités internationales oblige l'ensemble des pays en développement à avoir un excédent de balance des paiements pour prévenir toute sorte de choc monétaire.

Enfin, puisque l'adoption d'une véritable monnaie internationale unique pour laquelle le F.M.I ferait office de prêteur de dernier ressort, est manifestement peu réaliste¹, la participation au système des DTS est devenue un optimum de second rang pour les pays en développement qui ont envie de mieux accéder au système monétaire international. Parmi eux, la Chine est la plus active. Dans les années récentes, la baisse continue du poids du dollar dans le DTS est largement due à la politique économique américaine qui a massivement émis des dollars (sous forme d'émissions de bons du trésor), afin de financer les intérêts de sa dette croissante envers la Chine (qui continue cependant à acheter les émissions américaines pour garantir ses importants actifs actuels). Cette situation est critiquée par la Chine qui voudrait ne plus utiliser le dollar comme monnaie de réserve, mais les DTS directement. En 2009, un article, écrit par le directeur de la Banque centrale de Chine, a proposé un élargissement du rôle des droits de tirage spéciaux et la promotion d'autres devises en remplacement du dollar américain comme monnaie de réserve (Zhou, 2009).

c) Le régime de change flottant

L'un des grands changements du SMI depuis l'abandon des accords de Bretton Woods, est la généralisation des changes flottants ou flexibles qui voudrait que les prix relatifs des monnaies soit non plus fixés par les autorités monétaires des pays, mais déterminés par les forces des marchés financiers internationaux. Mais la situation actuelle du SMI est effectivement beaucoup plus complexe. Jusqu'à ces dernières années, les deux tiers environ

¹ La principale difficulté aurait alors été de procéder à une conversion du dollar en cette monnaie internationale qui risque de « casser » l'économie américaine. Autrement dit, les Etats-Unis auraient dû avoir un stock de dollars qui correspond bien à la faculté de leur production domestique. Il en serait résulté un ralentissement de l'expansion économique américaine. Mais ce ralentissement semble salutaire, car la situation actuelle du SMI, à laquelle nous assistons, n'est que le résultat de l'abus de faux droits liés à l'hégémonie du dollar dans les transactions commerciales et financières internationales.

des 40 principaux pays du monde sont dotés de taux de change flottants, alors que le tiers restant a un régime de changes dirigés ou fixes. En théorie, le fait que les pays n'adoptent pas tous le même point d'ancrage nominal pour la conduite de leur politique monétaire (certains optant pour la stabilité des prix, d'autres pour celle des taux de change) ne déstabilise pas nécessairement le fonctionnement du système monétaire international, pourvu que les taux de change réels puissent s'ajuster en réaction aux chocs, comme les marchés le commandent, au moyen de variations des taux de change nominaux ou de modifications des salaires et des prix intérieurs. Sans un engagement des pays dans ce sens, le système actuel se heurte à une asymétrie fondamentale et endémique.

En fait, il n'existe aucun mécanisme efficace par lequel les pressions du marché peuvent obliger les pays dotés de régimes de changes dirigés ou fixes, et dont la balance des paiements est excédentaire à accepter les corrections de rééquilibrage de leur taux de change réel. Cette absence d'ajustement symétrique est à l'origine des profonds et persistants déséquilibres des balances commerciales et courantes observés. Par exemple, la Chine est l'un de ces pays dont le taux de change est fixe, qui cherche à bloquer le mécanisme d'ajustement habituel en stérilisant les effets de l'excédent en question sur la masse monétaire. Pour ce faire, la Banque centrale de Chine procède à la vente de titres d'État ou à l'émission d'obligations auprès des banques publiques. Les opérations de ce genre sont menées dans un contexte où les mouvements de capitaux sont restreints, ce qui a essentiellement pour effet d'empêcher les investisseurs de contrer les opérations de stérilisation sur les marchés des changes. Par conséquent, le niveau des réserves que les banques sont obligées de détenir peut être relevé pour permettre d'absorber l'excédent de liquidités résultant des interventions sur les marchés des changes. Ainsi la Banque centrale de Chine a porté le coefficient de réserve obligatoire de 17 à 21,5 % au cours de la dernière année.

En tout cas, la Chine a résisté aux pressions internationales croissantes en faveur d'un assouplissement de son régime de changes fortement dirigés, grâce auquel sa monnaie peut rester sous-évaluée et favoriser une progression de l'emploi et de la production intérieure tirée par les exportations. Les banques publiques ont participé à l'acquisition d'obligations émises par la banque centrale à des fins de stérilisation. Mais sachant que le coût du contrôle du mouvement de capitaux et d'opérations de stérilisation monétaire n'est pas négligeable, pourquoi la Chine insiste-t-elle toujours sur les DTS et ne laisse-t-elle pas son taux de change flottant ?

2) La politique de change chinoise

Puisque la souveraineté monétaire était indissociable de la souveraineté politique, tous les Etats ont procédé à la mise en place, après l'indépendance de leur pays, d'une institution d'émission monétaire nationale. Mais pour accéder au système monétaire international, ils peuvent choisir un régime de change pertinent qui correspond à leurs propres besoins économiques. Selon le triangle d'incompatibilité de Mundell¹, pour un ensemble de pays appartenant à un système monétaire, il est impossible de gérer simultanément un taux de change fixe, une liberté de mouvement des capitaux et l'autonomie de sa politique monétaire. Autrement dit, parmi ces trois variables, on ne peut réaliser que deux au plus à la fois : ou les capitaux sont libres et les taux de change sont fixés, alors l'indépendance de la politique interne est irréalisable ; ou la liberté des capitaux ainsi que l'indépendance monétaire sont assurées, mais il faut accorder une variation des taux de change ; ou enfin les taux sont fixes et l'indépendance réalisée, dans ce cas un contrôle du mouvement des capitaux est indispensable.

Depuis la signature des accords de Bretton Woods, pour la plupart des pays, parmi ces variables, la plus sacrifiée allait être la première : les contrôles de capitaux étaient mis en place avec des taux de change fixés² pour conserver leur indépendance monétaire. Mais à la suite de la libéralisation financière internationale, malgré des effets déstabilisateurs des capitaux internationaux, de plus en plus de pays ont cherché à attirer plus de flux de capitaux internationaux pour stimuler l'investissement domestique. Pour eux, l'intégration financière mondiale favorise en principe la croissance à long terme grâce à une meilleure allocation internationale de l'épargne et de l'investissement (OCDE, 2011). Donc, selon le triangle des incompatibilités, si on enlevait les contrôles des capitaux internationaux il faudrait soit relâcher le taux de change, soit soumettre les instruments monétaires au contrôle du prix relatif de la monnaie nationale.

Pour garder l'indépendance de sa politique monétaire, l'autorité monétaire chinoise n'a ni accepté un régime de changes complètement flottants, ni abandonné le contrôle du mouvement des capitaux. Supposons que la Banque centrale de Chine décide d'augmenter la

¹ Mundell étudiait les effets d'une parfaite mobilité internationale des capitaux sur le revenu national et sur l'efficacité des politiques budgétaires et monétaires. L'explication macroéconomique synthétisée est fondée sur les travaux baptisés le « modèle de Mundell-Fleming », bien que le seul article qu'ils aient écrit ensemble (Fleming et Mundell, 1964) traite d'un autre sujet.

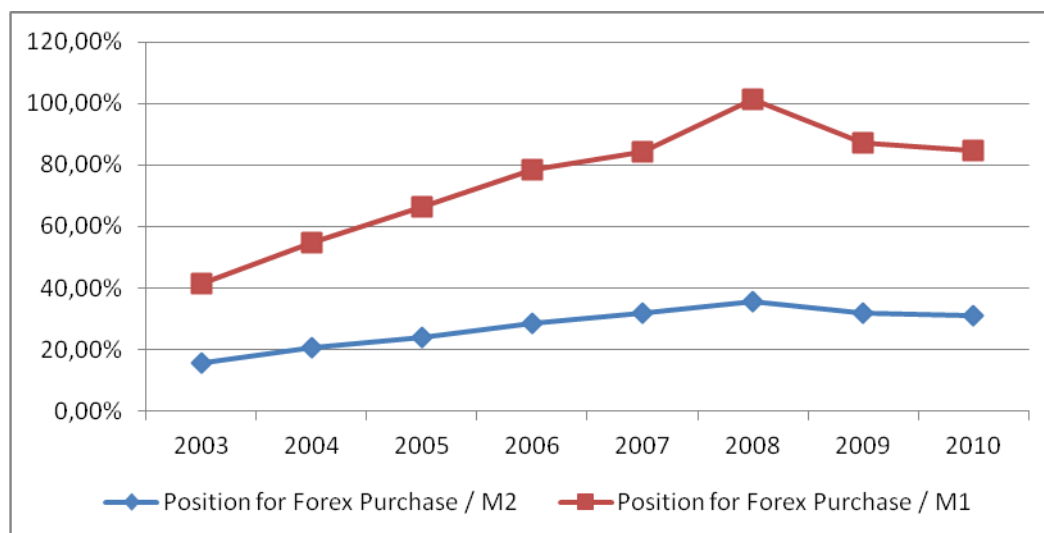
² En réalité, ils sont ajustables en cas de déséquilibres structurels, et avec par exemple une marge permise de 1%.

masse monétaire parce qu'elle considère que le niveau d'emploi est insuffisant, le taux d'intérêt va logiquement baisser sur le marché monétaire. Son but est de rendre la monnaie « moins chère » pour que les entreprises empruntent plus auprès des banques commerciales. Mais si le mouvement des capitaux est parfaitement libre, les investisseurs étrangers pourront venir emprunter sur le marché financier chinois. Par conséquent, elles absorberont une partie de la nouvelle monnaie émise et donc amoindriront les effets de la mesure initiale de la Banque centrale. Dans le cas inverse, quand les autorités monétaires chinoises estiment qu'il y a un excès de monnaie locale, elles décident de diminuer la masse monétaire en augmentant le taux d'intérêt. Les entreprises domestiques peuvent chercher le financement auprès des banques étrangères. L'effet de la politique monétaire restrictive sera également réduit. Pour que l'effet voulu de sa politique monétaire joue efficacement et pleinement, l'Etat chinois devra donc contrôler les entrées et sorties de capitaux étrangers. Si le contrôle du mouvement des capitaux risque d'être contourné¹, la deuxième solution est d'accompagner sa mesure par une modification du taux de change qui atténue l'avantage de tels mouvements : une baisse du taux d'intérêt combinée avec une dépréciation appropriée du taux de change peut dissuader l'emprunteur des pays étrangers de venir chercher la monnaie locale, parce qu'une unité de cette monnaie locale convertie en monnaie internationale lui en procurera une quantité moindre qu'avant la dévaluation. C'est donc la logique que suit la Banque centrale de Chine pour maîtriser l'évolution des prix (taux d'intérêt et taux de change) de sa monnaie de manière indépendante.

Il est nécessaire de souligner que comme le taux d'intérêt interbancaire, le taux de change peut aussi jouer un rôle de régulateur sur l'émission monétaire en Chine. Les revenus d'exportations représentent une source importante de la création monétaire en Chine. La croissance de la masse monétaire chinoise, créée essentiellement en contrepartie des crédits au secteur public dans les années 1990, se repose de plus en plus sur l'entrée des devises pendant ces dix dernières années. Selon le graphique 25, le poids de l'entrée des devises dans la base monétaire en Chine a rapidement augmenté, sauf après la crise financière mondiale en 2008.

¹ C'est souvent le cas des pays émergents. L'analyse de l'efficacité des contrôles sur les capitaux suggère que celle-ci est limitée (Allégret, 2000) à cause de l'adaptation des agents qui cherchent à contourner les contrôles et, surtout, de la difficulté à intégrer des restrictions sur la mobilité des capitaux dans un cadre macroéconomique et prudentiel cohérent.

Graphique 25 : Le poids de l'entrée des devises dans la base monétaire en Chine



Source : *Rapports annuels de la Banque Centrale de Chine*, 2004-2011.

Comme nous l'avons noté précédemment, cette augmentation du poids de l'entrée des devises dans la base monétaire est essentiellement liée au blocage volontaire du mécanisme d'ajustement par un régime de changes flottants en stérilisant les effets de l'excédent sur la masse monétaire. Aujourd'hui, la plupart des économistes, y compris Yi Gang, vice-président de la Banque centrale chinoise, considèrent que l'excédent des comptes courants chinois, qui est à l'origine de l'inflation en Chine, exerce une forte pression sur la revalorisation du RMB. Cet excédent massif a remplacé l'insuffisance en devises pour en devenir le problème majeur avec la croissance trop rapide des réserves en devises. La Banque centrale de Chine a dû émettre une grande quantité de yuans pour racheter des dollars et maintenir la stabilité du taux de change de la monnaie chinoise, ce qui soulève beaucoup de préoccupations sur l'inflation.

En fait, ce phénomène n'est pas seulement constaté en Chine. Après l'effondrement du système de Bretton Woods, de nombreuses économies avancées ayant une monnaie flottante ont réduit le niveau des réserves qu'elles détenaient par rapport à leur PIB. Mais pendant les dix dernières années, nous constatons la vive accumulation d'avoirs de réserve dans les économies émergentes conjuguée à l'accentuation des déséquilibres des comptes courants. Les réserves internationales, qui se chiffraient à moins de 1 milliard de dollars en 2000, totalisent près de 7 milliards en 2011, dont la majeure partie est investie en titres de dette de l'État américain. Selon la plupart des analyses économiques (Santor et Schembri, 2011), ce niveau qui dépasse largement celui que dictent des motifs de précaution, est la conséquence

directe de l'absence d'ajustements opportuns et symétriques des taux de change réels au sein du système monétaire international.

Est-ce que c'est le moment de réévaluer le yuan pour lutter contre l'inflation chinoise et réduire son volume des réserves en devises ? La réponse est non. Bien que l'excédent commercial et l'inflation soient tous les deux des phénomènes monétaires, ni le premier ni le deuxième ne sont forcément la preuve qu'il y a trop de monnaie et qu'il faut absolument réduire le stock de monnaie. L'inflation, si elle coïncide avec le sous-emploi massif, signifie que le stock de monnaie existant a été mal orienté vers des financements non productifs. Au lieu de réévaluer le yuan et de réduire l'exportation, selon Yi (2011), il est préférable de « tabler sur une croissance de l'importation pour rééquilibrer la balance commerciale ». En effet, le volume colossal des réserves internationales, principalement constitué en dollar américain, ne pose pas de grandes difficultés à l'économie chinoise. Il suffit que les crédits bancaires chinois soient bien orientés vers des financements productifs. En tenant compte de la nombreuse population chinoise et de la vaste région sous-développée de l'ouest de la Chine, le potentiel de croissance économique chinois est loin d'être exploité, et le gouvernement chinois semble avoir raison de mobiliser ses instruments monétaires pour solliciter l'investissement et la production domestique.

Or le principal inconvénient est apparu sur la faible rentabilité de gestion de réserves internationales en Chine. Il existe un véritable cercle vicieux avec les réserves chinoises en devises : les États-Unis impriment des billets verts et les utilisent pour acquérir des produits chinois ; la Banque centrale chinoise doit sortir des yuans pour racheter les dollars en Chine, et voit ainsi le gonflement de ses réserves en devises ; la Chine place ses réserves en devises dans les actifs américains, mais il est de plus en plus difficile d'en préserver la valeur, et *a fortiori* de réaliser des profits ; le taux d'intérêt quasi nul aux États-Unis offre également un très faible retour sur investissements pour les bons du Trésor américain. Mais puisque le système monétaire international est toujours dominé par le dollar et que les DTS ne sont pas partagés par les pays en développement de manière égalitaire, il est très probable que le gouvernement chinois continue à appliquer sa politique de change actuelle en relâchant un peu le degré de réévaluation du yuan. En même temps, comme nous l'avons indiqué précédemment, la Chine a proposé un élargissement du rôle des droits de tirage spéciaux et la promotion d'autres devises en remplacement du dollar américain comme monnaie de réserve. Dans cette perspective, il est nécessaire d'augmenter la part des transactions internationales libellées en yuan au système monétaire international.

IV - Internationalisation du yuan

Jusqu'à aujourd'hui, la monnaie chinoise, le yuan, comme toutes les autres monnaies des pays en développement, reste fondamentalement une monnaie de type local. Autrement dit, il n'est pas accepté en tant que moyen de paiement international. Depuis les années 1990, la Chine a adopté un contrôle strict des capitaux et une politique monétaire indépendante afin de conserver un taux de change fixe comme le firent l'Europe et le Japon dans les années 1950. En 2005, nous avons constaté un changement de régime de change chinois, marqué par la réévaluation progressive du yuan et l'adoption d'un change flexible mais contrôlé (*managed float*). Toutefois, cela ne permet qu'une résorption modeste du déficit courant américain par une dépréciation du dollar américain sans toutefois modifier la direction des flux de capitaux. Dans les sections précédentes, on a expliqué pourquoi le montant colossal des réserves de change ne présente pas une grande menace pour la stabilité monétaire chinoise. Par contre, la pression des Etats-Unis sur la manipulation des taux de change chinois ne cesse d'augmenter. Selon certains auteurs, comme Brunet et Guichard (2011), une guerre monétaire entre les Etats-Unis et la Chine est déclenchée et l'Etat chinois tente de s'imposer monétairement et d'écraser le dollar. Mais est-ce l'objectif de l'internationalisation du yuan ?

A - L'objectif de l'internationalisation du yuan

Jusque récemment, toutes les matières premières importantes étaient cotées en dollar (pétrole, gaz naturel, charbon, métaux, matières premières agricoles, ...). Cela avait pour conséquence que les pays exportateurs facturaient en dollar, et seulement en dollar, les matières premières qu'ils livraient à l'exportation et se faisaient ensuite régler en dollar, et seulement en dollar, à l'échéance convenue. En conséquence de cette pratique, le dollar était auréolé de son prestige et les banques centrales des pays tiers acceptaient, très volontiers d'accumuler des dollars pour un montant de plus en plus considérable. Cette propension des banques centrales des pays émergents à accepter d'accumuler les dollars qui sortaient du territoire américain (après avoir été émis soit par les banques commerciales américaines, soit par l'Etat américain lui-même) permettait elle-même au système bancaire américain de pouvoir émettre des dollars très largement et sans contrainte particulière. C'est d'ailleurs grâce à cette configuration très particulière que le système bancaire américain a pu financer depuis longtemps, des déficits budgétaires colossaux et répétés sans que l'économie

américaine ne soit gênée par la pression inflationniste. C'est cela que certains (Cohen, 2009) désignent comme le privilège de suprématie du dollar que la Chine a patiemment entrepris de remettre en cause.

Mais tout cela reste une conjecture sans fondement. A présent, la Chine représente une part toujours croissante du financement du déficit américain. L'entrée du dollar, à travers les revenus d'exportations et les IDE, a contribué à la dynamique de création monétaire chinoise, ce qui a permis à la Chine non seulement de bénéficier d'un accès aux échanges internationaux, de transferts de technologies et d'une spécialisation accrue, mais aussi d'avoir une abondance de liquidité favorable à financer sa production domestique. La Chine n'est pas la victime de l'hégémonie du dollar, car l'abondante liquidité internationale principalement libellée en dollar a favorisé la croissance économique chinoise qui dépend fortement de ses exportations.

En effet, la plus grande préoccupation de l'autorité monétaire chinoise se concentre sur l'absence d'une monnaie internationale indépendante de la politique interne d'un pays qui est à l'origine de l'instabilité endogène du système monétaire international. Depuis la fin du système de Bretton Woods, les prix montent comme jamais auparavant partout dans le monde. Cela pourrait signifier que la quantité de monnaie dans le monde s'accroît plus vite que la production. Mais en même temps, plusieurs grandes crises monétaires et financières montrent que les banques centrales manquent encore de liquidités. A cet égard, le problème est effectivement de modifier la structure des liquidités internationales existantes. En dépit de la surabondance du dollar, ce dernier reste une monnaie qui est au service de l'économie d'un seul pays : les Etats-Unis. La raison pour laquelle le plan White a remporté la victoire sur le plan Keynes repose sur la circonstance spéciale des pays occidentaux au lendemain de l'Après-guerre. A cette époque, les États-Unis étaient la nouvelle puissance économique, créditrice de ses alliés pendant la Guerre et détentrice des $\frac{3}{4}$ des stocks mondiaux d'or. Elle profitait dans le même temps de balances courantes excédentaires. Cette situation permettait à la Fed de répondre aux demandes de convertibilité auprès des autres Banques Centrales. La convertibilité en or de toutes les monnaies nationales était envisagée par le F.M.I pour les années consécutives à l'accord de Bretton Woods. Les pays européens, économiquement et militairement très dépendants des Etats-Unis, connaissaient des problèmes de balance de paiement qui les exemptaient d'assurer cette convertibilité. C'est pourquoi le fait que ces pays étaient contraints d'accepter le Plan White en possédant des actifs en dollar équivalait pratiquement à avoir des stocks d'or.

Aujourd'hui, les circonstances économiques et géopolitiques ne sont plus comme celles des années 1950. Il n'existe aucune monnaie forte ancrée sur l'or au sens strict. Du coup, il est intéressant de revenir sur certains principes du Plan Keynes pour constituer un système de liquidités internationales au service de l'économie mondiale au lieu de celle d'un seul pays. Pour la Chine, la politique de promotion d'exportation vise également à accroître son importance dans le commerce mondial, car le pouvoir de chaque pays au F.M.I dépend du droit de vote, proportionnel à son quota, lui-même fonction de l'influence du pays dans le commerce international. Mais en réalité, aucun critère objectif ne préside à la détermination des quotas qui se fait par négociation directe fondée sur le rapport de force. Par conséquent, il ne suffit pas d'accroître sa présence dans le commerce international pour avoir plus de pouvoir de négociation au F.M.I. Au lieu de défier directement la suprématie du dollar américain, il est plus réaliste de former des alliances monétaires entre partenaires aux intérêts convergents jusqu'au moment où on aura une organisation monétaire mondiale basée sur des pays ou des blocs approximativement égaux.

B - Les mesures de l'internationalisation du yuan

En fait, l'ampleur de l'impact des changements de politique de change en Chine se manifeste d'abord par la création d'un marché *offshore* du yuan et par la part croissante des règlements en yuans dans le commerce international. Tout cela marque la migration de la monnaie chinoise de la périphérie vers le centre du système monétaire international avec l'internationalisation du yuan. La croissance du volume des dépôts *offshore*¹ en yuan se reflète dans les règlements entre Hong Kong et la Chine (environ 70 mds yuans). En juillet 2009, l'Etat chinois a commencé à adopter la politique de règlement des transactions en yuans pour les exportateurs chinois. En moins de deux ans, le développement des règlements en yuans dans le commerce international s'est montré très dynamique. Selon le rapport de la politique monétaire publié par la banque centrale de Chine en 2012, le montant des règlements en yuans dans le commerce transfrontalier a grimpé en flèche, passant de 3,58 milliards de yuans à la fin de 2009 à 2 080 milliards de yuans à la fin de l'année 2011, soit 581 fois plus. Selon le rapport publié par SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*) en juillet, entre octobre 2010 et juin 2012, les transactions en yuans aux comptes courants ont été multipliées par 17,4, soit une augmentation beaucoup plus rapide

¹ Ce sont les yuans qui sortaient du territoire chinois.

que celles des autres devises sur la même période. Parmi les principales monnaies les plus utilisées dans le monde, la devise chinoise arrivait à la 16^e place au lieu de la 35^e en 2010.

Malgré toutes ces progressions remarquables, ce n'est qu'un début de l'internationalisation du yuan, car selon la Banque des règlements internationaux, en 2011, la part des transactions de change avec le yuan atteignait à peine 1 %. La monnaie chinoise a donc un long chemin à parcourir avant d'atteindre au moins les positions actuelles du dollar ou de l'euro. C'est pourquoi la Banque centrale de Chine s'est engagée à établir, avec une vingtaine d'économies, des accords bilatéraux sur l'échange de devises. Ce type de mesures vient s'ajouter aux initiatives de la Chine encourageant de multiples pays à commercer avec elle en facturant leurs échanges réciproques non plus en dollars américains mais soit en yuans, soit dans la monnaie du pays partenaire. Enfin, la Chine a pris une série d'autres initiatives pour que les banques centrales de certains pays partenaires puissent se constituer concrètement des réserves de change en yuan. Certaines banques centrales comme Nigeria et Malaisie sont en effet désormais autorisées non seulement à acheter et à détenir des titres à court terme émis en yuan par l'Etat chinois, mais aussi à effectuer à tout moment la démarche symétrique, c'est-à-dire liquider ces titres et reconvertir les yuans récupérés dans leur monnaie nationale. Toutes ces initiatives chinoises convergent vers un seul objectif : chercher à ce que le yuan devienne progressivement une monnaie de règlement des flux commerciaux mondiaux, et également une monnaie de réserve, à l'égal du dollar et de l'euro et cela jusqu'à ce que le yuan puisse entrer dans le panier des DTS.

Conclusion

La majorité de la littérature économique suppose que l'insuffisance de capitaux ou de moyens de financement entrave la croissance économique des pays sous-développés. Pour les partisans de la libéralisation, le développement financier notamment la libéralisation des flux de capitaux a tendance à compléter les fonds prêtables afin de stimuler l'investissement et la croissance économique.

Par contre, les effets négatifs des capitaux étrangers ne sont pas à négliger, étant donné que ces flux de capitaux étrangers peuvent exercer un effet néfaste sur la stabilité financière. Dans la plupart des crises financières liées aux attaques spéculatives financières, les flux boursiers jouaient un rôle déstabilisateur étant donné leur caractère spéculatif et court-termiste. Les flux bancaires peuvent avoir les mêmes effets surtout pendant les périodes de crises. Pour les investissements de portefeuille, ils peuvent être à l'origine de la formation ou de l'amplification des bulles spéculatives. Par ailleurs, il est important de souligner que pour les pays en développement, les flux financiers étaient l'un des plus importants canaux de propagation des crises. Ceci est nettement visible avec le cas de la crise des *subprimes* qui d'une crise locale s'est transformée en une crise mondiale.

D'après notre analyse, l'ouverture financière n'est pas forcément la seule solution pour résoudre tous les problèmes de financement. Elle implique également des risques supplémentaires qui font appel à des règles prudentielles et à des mécanismes de contrôle et de surveillance mis en place par les autorités publiques. Par ailleurs, il est possible que l'Etat s'engage à orienter certains flux financiers pour mieux stimuler la dynamique économique. C'est donc l'exemple de la politique d'ouverture financière chinoise. En tout cas, les pays en développement ne doivent pas compter uniquement sur les capitaux extérieurs pour financer leur croissance économique, car certaines spécificités des flux financiers internationaux peuvent déstabiliser leur système financier domestique. De plus, sachant que leurs monnaies ne sont pas acceptées en tant que liquidités internationales, un niveau trop important de dépendance financière va affaiblir la marge de manœuvre de la banque centrale pour jouer le rôle de prêteur en dernier ressort.

Il ne fait plus aucun doute que l'intégration de la Chine au commerce international pose des difficultés à la stabilité du système monétaire international. Chaque pays est censé avoir la faculté de conduire la politique monétaire qu'il estime conforme à ses intérêts, étant donné

que les changes sont surveillés par le F.M.I., mais cette surveillance semble être de plus en plus ineffective. Il y a une ambiance hostile qui s'est répandue entre les pays développés et les pays en développement. En fait, en l'absence d'une véritable banque centrale mondiale, le droit d'accès au système des paiements internationaux n'est pas absolu pour tous les pays. Certains pays dont les monnaies sont acceptées en tant que moyen de paiement international ont plus de privilège que d'autres, principalement les pays en développement. Face à un système monétaire international « hiérarchisé », il est important de comprendre l'origine de la suprématie du dollar et ses conséquences sur l'économie mondiale après la Seconde Guerre Mondiale, parce que l'évolution du système nous montre une contradiction. D'une part, certains pays cherchent à dénoncer le privilège exorbitant du dollar, depuis longtemps ; d'autre part, ils ne font que revendiquer le même privilège pour leur propre intérêt. Autrement dit, il y a un réel danger à croire que ces pays ne tirent pas la leçon du dollar pour refuser la tutelle monétaire, et assister à un groupe d'opposition contre un système monétaire international au service de la croissance économique de l'ensemble des pays du monde.

C'est pourquoi il est aussi important de chercher une stratégie alternative de développement financier interne pour que la croissance économique soit plus stable et plus durable. Pour atteindre cet objectif, nous avons déjà identifié les principales faiblesses du système financier et la contrainte des liquidités internationales dans les pays en développement. Dans le chapitre suivant, il s'agit d'étudier l'expérience de la Chine dans sa stratégie de développement financier pour mieux éclairer un modèle de financement plus pertinent en faveur de la croissance économique des pays en développement.

Chapitre 6 : La stratégie de surliquidité en Chine

Introduction

Après une longue étude sur les avantages et les inconvénients de la libéralisation financière notamment pour les pays en développement, nous trouvons que le retard du système financier des pays en développement vis-à-vis des pays développés se trouve avant tout dans la faiblesse de l'intermédiation financière domestique à répondre aux besoins de financement de l'économie et la contrainte des liquidités internationales. Sur ce point, les effets de la libéralisation financière sont souvent mitigés.

Pour mieux comprendre d'où vient cette faiblesse financière, il faut avant tout distinguer deux types d'activités de l'intermédiation financière.

En premier lieu, l'intermédiation financière traditionnelle consiste en une transformation d'échéance de titres. La capacité de financement peut être captée soit en offrant des titres longs sur le marché obligataire, soit des titres courts. La transformation réalisée est alors une transformation dépôts/titres. C'est-à-dire que les dépôts des ménages financent les crédits demandés par les entreprises à besoin de financement. Ce sont alors « les dépôts qui font les crédits ».

En deuxième lieu, il convient de remarquer qu'il existe un autre type de l'intermédiation financière qui opère une transformation plus radicale puisqu'il s'agit d'une transformation de nature des titres. Dans ce cas, la création monétaire consiste en la « monétisation » de créances non monétaires. Ce sont « les crédits qui font les dépôts » et il y a création de ressources nouvelles de financement. La création monétaire équivaut à une promesse de production future et correspond à une anticipation sur un retour d'investissement. Au niveau institutionnel, c'est la banque, parmi toutes les institutions financières, qui détient le pouvoir de créer de la monnaie. Il y a création de monnaie à chaque fois qu'augmente le volume des moyens de paiement mis à la disposition des agents non financiers.

En réalité, la banque octroie le crédit à une entreprise sans avoir besoin de disposer au préalable ni de monnaie centrale ni d'épargne accumulée. Mais comme ce crédit est une relation de dette privée et circule comme de la monnaie générale publique et comme la dette, qui est à l'origine de sa création, doit être remboursée à son échéance, la question de la compensation se pose. Cette compensation peut être pensée au niveau du système bancaire puisque les banques représentent l'ensemble des soldes consolidés de l'économie. Alors certaines banques apparaissent débitrices vis-à-vis d'autres banques. Le moyen de « régler »

ces dettes nettes entre les banques est le « refinancement » des banques par la banque centrale, ce qui fait apparaître la monnaie centrale qui sert donc à donner aux opérations de dette privée leur nature monétaire sociale. C'est pourquoi la « qualité » de la monnaie centrale devient cruciale pour le fonctionnement normal du système financier.

La faiblesse de l'intermédiation financière dans les pays en développement est d'abord liée à la mauvaise qualité de la monnaie centrale. Celle-ci entrave le processus de la « monétisation » de créances non monétaires chez les banques. Il ne reste alors que « les dépôts qui font les crédits ». En fait, dans un monde où l'avenir est incertain et notamment pendant la période de transition économique où l'instabilité économique et sociale est forte, les agents économiques ont besoin de détenir des actifs liquides ayant deux propriétés essentielles : leur valeur doit être stable et incontestée et ils doivent être immédiatement disponibles¹ pour être échangés contre des biens, des services et des titres. Bien entendu, la monnaie est le seul actif à posséder ces deux propriétés. Les banques, en créant de la monnaie, fournissent une « assurance de liquidité », nécessaire au bon fonctionnement de toute économie de marché décentralisée caractérisée par l'incertitude. Malheureusement, dans la plupart des pays en développement, lors que leur monnaie nationale peut ne pas être acceptée comme moyen de paiement fiable, aucune banque domestique n'est capable de fournir cette assurance de liquidité. Au lieu de déposer leur épargne auprès des banques, les agents économiques cherchent souvent à recourir à une autre monnaie plus rassurante au niveau de liquidité. Tout cela entrave la mobilisation efficace de l'épargne domestique par le système financier du pays concerné. En outre, dans un contexte de libéralisation financière internationale, les entrées de capitaux répondent en partie aux besoins de liquidité. Mais cela va encore affaiblir la crédibilité de la monnaie nationale et rendre plus vulnérable le système des paiements domestique sous menace du renversement brusque des flux de capitaux étrangers.

Dans une économie en transition comme la Chine, la situation financière était encore plus sophistiquée. Les entreprises publiques chinoises, qui étaient en général surendettées et peu rentables, avaient un grand besoin de financement pour investir à moderniser le système productif. Mais le système bancaire était tellement sous-capitalisé et incapable d'engager dans les opérations de financement à moyen et long terme. C'est pourquoi dans la plupart des pays sous-développés, les dettes privées correspondent généralement aux crédits commerciaux à

¹ C'est-à-dire convertissables en monnaie (être liquides).

court termes. Parce que leur nature monétaire sociale, garantie par la banque centrale, est si faible qu'aucun agent économique ne voulait s'engager à des financements à moyen et long terme. Dans certains cas extrême où le durcissement des conditions de crédit a fortement accru le risque d'illiquidité de tous les agents économiques, ces derniers étaient obligés de se recourir aux capitaux étrangers (ou aux monnaies étrangères) pour satisfaire leur besoin de financement (ou de liquidité). Par conséquent, les mesures typiques de la libéralisation financière, comme la privatisation et l'ouverture financière semblent inévitables. Or, selon notre analyse dans les chapitres précédents, ces mesures sont loin d'être sans risque.

Si le gouvernement chinois n'a pas adopté ces mesures de libéralisation financière, y a-t-il d'autres solutions pour que l'économie se libère des contraintes financières dégradées ? Autrement dit, pour un pays en développement ou en transition, dans un environnement macroéconomique défavorable, comment leur intermédiaire financier peut mieux transformer les ressources financières du court terme au prêt à long terme ? De plus, les afflux des capitaux étrangers, en tant que source importante de financement extérieur sous l'impulsion de la globalisation financière ? Si la réponse est oui, comment ?

Sur ces deux questions, l'expérience de la transition financière chinoise peut donner quelques enseignements. Pour la deuxième question, nous avons déjà répondu dans le chapitre précédent. Sur le plan international, au lieu d'augmenter les taux d'intérêt, la Chine a pratiqué une politique de change compétitive pour attirer les capitaux étrangers. Des mesures de filtrage des flux financiers ont été mises en place pour que l'économie chinoise puisse à la fois bien profiter de l'effet favorable des IDE sur le financement à moyen et long termes et modérer l'effet déstabilisateur des investissements de portefeuille sur son système financier. Le présent chapitre consiste à répondre à la première question. Sur le plan domestique, au lieu de les privatiser massivement, l'Etat chinois a mis en place une facilité exceptionnelle de prêt afin de soulager leur condition de financement domestique. Cette stratégie de « *cash for trash* » (injection de liquidité par rachat des actifs toxiques) a permis aux entreprises publiques de se débarrasser de la pénurie de liquidité pendant leur restructuration d'une part ; d'autre part, elle a produit beaucoup des créances douteuses à cause des prêts non performants. Parallèlement, la Banque centrale de Chine a dû maintenir les mesures de répression financière pour absorber les pertes des banques publiques en améliorant leur marge.

Au final, bien que toutes ces mesures ne correspondent pas aux critères de « l'efficacité » de la libéralisation financière, elles ont permis à l'économie chinoise d'échapper au risque d'illiquidité et de se libérer des contraintes financières. L'intervention de l'Etat a réussi de

relancer la croissance économique à l'aide de certaines mesures « non standards » du financement (facilité exceptionnel de prêt aux entreprises publiques, injection de liquidité par rachat des actifs et la sous-évaluation du yuan, etc.). Dans la première section, nous allons d'abord illustrer les spécificités du système financier chinois à partir du constat du phénomène de surliquidité. Ensuite, la deuxième section consiste à comprendre quelle modalité de financement spécial a été mise en place par l'Etat chinois pour soutenir la croissance économique, notamment dans un contexte économique très sophistiqué à la fois sur le plan domestique (le durcissement des conditions de crédit et la hausse des besoins de financement liée à la restructuration des entreprises publiques) et sur le plan international (la globalisation financière a accru les risques financiers partout dans le monde).

I - Le phénomène de surliquidité de l'économe chinoise

Pour mieux étudier les spécificités du système financier chinois, nous proposons d'abord d'analyser les niveaux de liquidité de l'économie chinoise et de son système bancaire. Selon notre hypothèse, la monnaie dans une économie de marché, en tant que contrepartie du crédit et moyen de paiement, est intrinsèquement liée à la finance et à la production. Son offre est endogène entre les agents privés qui se concilient par un réseau de liens de dettes. Ainsi, la croissance économique dépend fortement de l'efficacité et la stabilité du système des paiements qui détermine la contrainte de liquidité pour tous les agents économiques.

Dans toutes les économies monétaires développées, le pouvoir de création de monnaie est aux mains d'agents privés, essentiellement les banques sous condition que les dettes des banques soient réputées liquides. Mais ce pouvoir de création monétaire n'est pas illimité. Chaque banque fait partie du système monétaire et doit donc assurer l'équivalence de la monnaie qu'elle crée en monnaie centrale. C'est pourquoi dans la conception de la monnaie endogène, la banque centrale a la responsabilité de préserver la liquidité du système bancaire, condition *sine qua non* de la stabilité financière (Aglietta, 2011). En résumé, les apports du système financier sur la production peuvent être distingués en deux parties : d'une part, le pouvoir de la création monétaire est confié aux banques pour financer l'activité économique ; la préservation de la liquidité, comme un bien public, est assurée par la banque centrale.

A cet égard, notre étude des niveaux de liquidité de l'économie chinoise a pour objectif de comprendre le lien entre le système financier chinois et son économie réelle. Pour que les agents économiques chinois ne souffrent pas trop de contrainte de liquidité pour financer leur production, il faut que d'une part, le système bancaire soit capable de maintenir l'offre de crédit à un niveau adéquat et d'autre part, que les autorités monétaires et financières puissent prévenir la fragilité financière qui apparaît sous la forme de surendettement, de surinvestissement dans les actifs spéculatifs et de la concentration des risques dans les bilans des banques prêteuses.

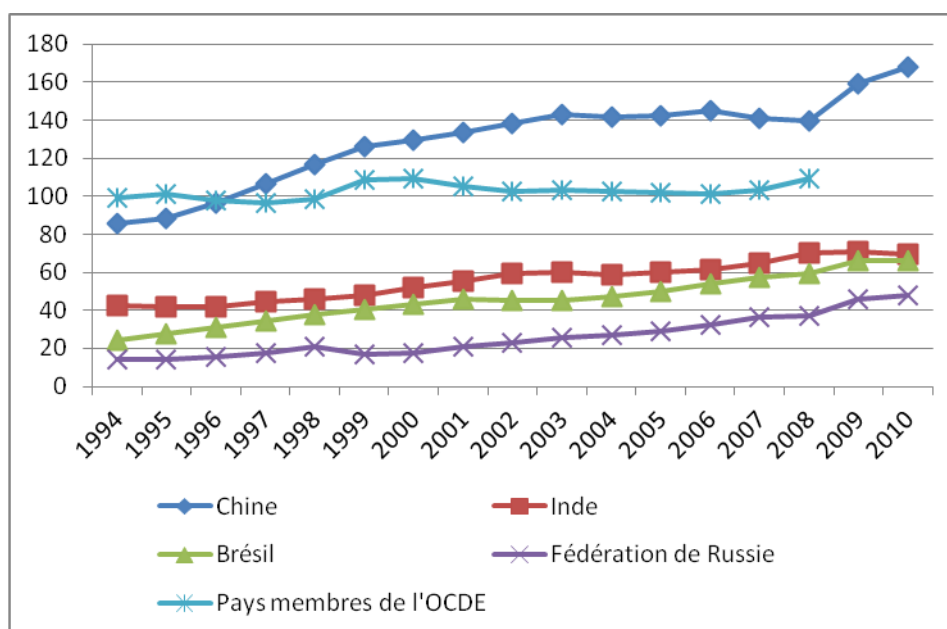
A - Analyse des niveaux de liquidité en Chine

Comparé aux autres pays en développement, l'économie chinoise est supposée se trouver dans un état de surliquidité et sous menace permanente de surchauffe économique. Mais est-ce que la Chine a eu le même problème lié à la coexistence entre surliquidité bancaire et sous-financement de l'économie réelle ? Pour y répondre, dans les paragraphes suivants, nous allons mesurer le niveau de liquidité de l'économie chinoise et du système bancaire chinois.

1) Le niveau de liquidité de l'économie chinoise

Pour mesurer le degré de liquidité globale de l'économie chinoise, les indicateurs retenus sont les deux ratios : $M2/PIB$ ¹, Crédit bancaire/ PIB . Le premier ratio est aussi appelé le degré de monétisation de l'économie (taux de liquidité). Le ratio « crédit/ PIB » traduit le degré d'accès du secteur privé aux facilités de crédit du système bancaire. Les ratios « $M2/PIB$ » et « Crédit bancaire/ PIB » sont couramment utilisés dans les études appliquées pour capter l'effet du développement financier (Levine, 2002)².

Graphique 26 : Masse monétaire M2 (% du PIB)



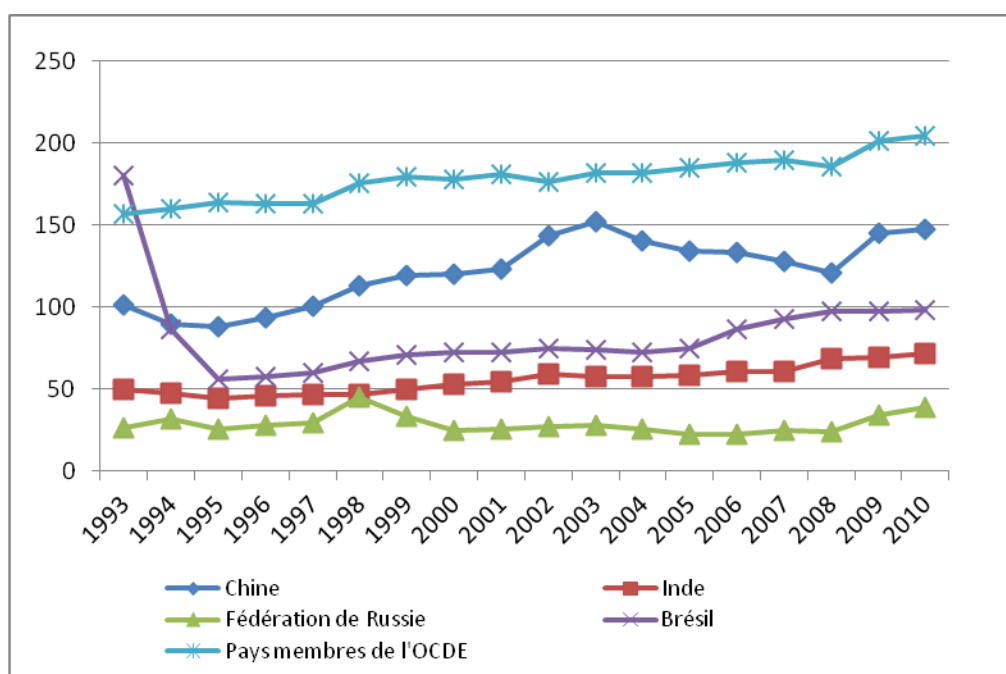
¹ En général, le ratio « $M3/PIB$ » est préféré au ratio « $M2/PIB$ » du fait qu'elle capte mieux le degré de liquidité du système financier. Mais comme les marchés financiers chinois sont embryonnaires, on reprend le ratio $M2/PIB$ comme indicateur de la liquidité.

² En effet, les deux indicateurs traduisent aussi la taille des systèmes financiers.

Source : A partir des données fournies par la Banque Mondiale, données statistiques en 2012, disponibles à l'adresse : <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/>

Selon le graphique 26, nous voyons clairement un haut degré de monétisation de l'économie chinoise. Le taux de liquidité chinois augmente fortement depuis 1990 et se stabilise au niveau élevé (>140%) à partir de l'année 2000. Par rapport aux autres pays émergents mais aussi à l'OCDE, le niveau de liquidité de l'économie chinoise est plus élevé.

Graphique 27 : Crédit intérieur fourni par le secteur bancaire (% du PIB)



Source : A partir des données fournies par la Banque Mondiale, données statistiques en 2012, disponibles à l'adresse : <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/>

Enfin, le ratio Crédit bancaire/PIB dans le graphique 27 confirme le même phénomène. Il reste toujours supérieur à 100% depuis 2001. Bien qu'il reste encore inférieur à celui des pays de l'OCDE, cela soulève nombreuses inquiétudes concernant un éventuel surchauffe de l'économie chinoise notamment après la crise financière mondiale de 2007-2008. En fait, le gouvernement central chinois a adopté fin 2008 une politique monétaire expansionniste pour aider à la relance et lutter contre la crise financière, levant sa politique de restriction quantitative du montant annuel des crédits accordés aux acteurs non institutionnels, et a même

poussé les banques à augmenter les encours de crédits en baissant de plus de deux points les taux d'intérêts directeurs de la Banque Centrale de Chine. En résultat, les nouveaux crédits ont explosé au premier semestre 2009, atteignant 7.400 milliards de yuans (24,6% au PIB en 2008).

Le niveau important de liquidité de l'économie chinoise, notamment mesuré par la part du crédit bancaire intérieur, montre le soutien direct du système bancaire à la croissance économique du pays. Il témoigne également de la capacité de préservation de liquidité de la Banque Centrale de Chine pour garantir la stabilité financière du pays. En fait, c'est difficile d'affirmer que l'économie chinoise est en état de surliquidité, car le niveau de liquidité dans les pays développés est aussi élevé. L'écart du ratio Crédit bancaire/PIB entre la Chine et les pays de l'OCDE implique qu'il existe encore un potentiel du financement bancaire en Chine à exploiter afin de soutenir l'investissement et la consommation chinoise.

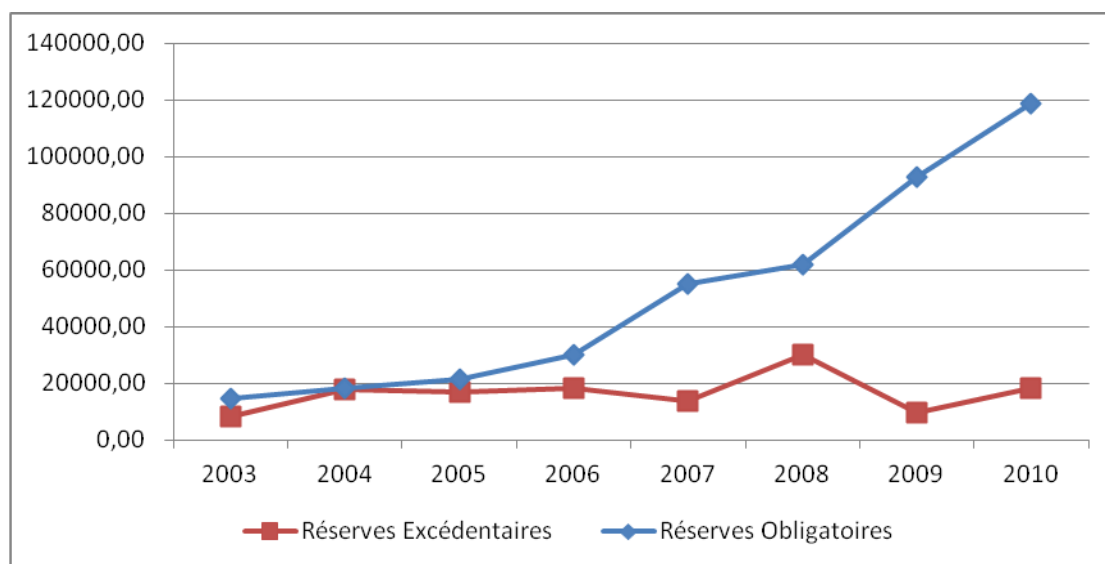
2) L'évaluation de la liquidité bancaire chinoise

Par rapport au niveau de liquidité de l'économie chinoise, la situation de liquidité bancaire chinoise nous semble plus ambiguë. Il existe différents moyens pour évaluer la liquidité bancaire. En général, la liquidité bancaire peut être estimée par le niveau des réserves excédentaires qui découle de la différence entre les réserves constituées par les banques et les réserves obligatoires. Les coefficients de liquidité et de réserves obligatoires, établis respectivement par la réglementation prudentielle et par la Banque centrale, jouent un rôle fondamental dans l'appréciation du niveau de liquidité d'un établissement bancaire. L'illiquidité d'une banque peut passer inaperçue ou pas. C'est pourquoi qu'il convient de tenir compte de certaines réglementations bancaires avant de mettre en évidence le cas de la Chine par l'intermédiaire du coefficient de liquidité ou des réserves excédentaires des banques commerciales auprès de la Banque centrale.

Puisque le risque de liquidité est un risque très important pour le système financier, il est donc naturel que les autorités monétaires cherchent à encadrer ce risque. Afin de limiter la transformation, qui génère le risque de liquidité comme nous l'avons vu, les autorités demandent aux établissements financiers de respecter certains ratios, les états réglementaires. En règle générale, les Banques centrales et les Commissions bancaires publient périodiquement les statistiques relatives à la liquidité des banques, les premières s'intéressant

au système des réserves obligatoires et les secondes au respect du seuil de liquidité dans le cadre de la réglementation prudentielle.

Graphique 28 : Evolution des réserves obligatoires et des réserves excédentaires en Chine (en 100 millions yuan)



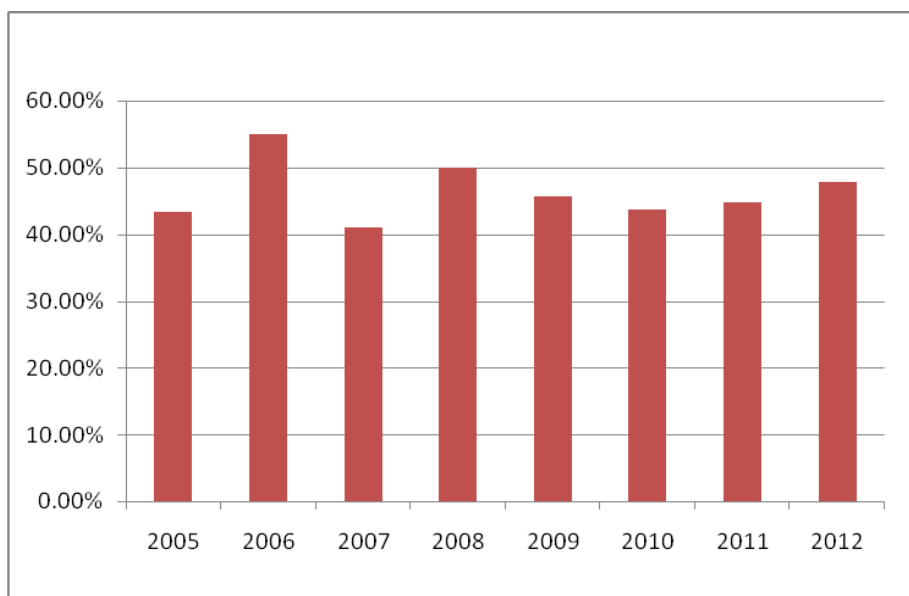
Source : Graphique construit à partir des rapports annuels entre 2003 et 2011 de la Banque Centrale de Chine et de la *China Banking Regulatory Commission* (www.cbrc.gov.cn)

Le graphique 28 montre l'évolution des réserves obligatoires et des réserves excédentaires en Chine. Il n'affirme pas directement que le système bancaire chinois soit surliquide, parce que les banques chinoises ne cherchent pas constituer des réserves excédentaires. Sachant qu'entre le 21 septembre 2003 et le 25 juin 2008 la Banque centrale de Chine a augmenté 21 fois le taux des réserves obligatoires (de 6% à 17,5%), nous n'y trouvons donc pas un volume important ou une croissance des réserves excédentaires au bilan de la Banque centrale de Chine.

Par rapport au niveau de réserves obligatoires, le ratio de liquidité bancaire chinoise semble très insuffisant. Dans une banque, la liquidité est le rapport qui existe entre les avoirs liquides et mobilisables d'une part, et les engagements à court terme d'autre part. Au regard du ratio de liquidité de Bâle II, le seuil fixé pour le système bancaire chinois semble très faible. Selon Bâle II, le ratio de liquidité de court terme devant être respecté par une banque est de 100 %. En revanche, en Chine, la Commission de Régulation Bancaire de la Chine (CRBC) a établi un ratio minimal beaucoup plus bas (25%), différent du ratio préconisé par

les accords de Bâle II. Toutefois, les principales banques commerciales chinoises ont volontairement maintenu leur niveau de liquidité autour de 45%, largement au-delà du seuil fixé par la CRBC.

Graphique 29: Ratio de liquidité dans les principales banques commerciales chinoises



Source : A partir des rapports annuels de la Commission de Régulation Bancaire de la Chine, 2012.

Comparativement aux normes qui sont en vigueur aux normes internationales, le système bancaire chinois se caractérise par une définition volontairement complaisante de liquidité bancaire. En fait, le ratio de liquidité officiel accordé par la Commission de Régulation Bancaire est très bas (25%) par rapport aux normes de Bâle II et III¹. Puisque les banques ne sont pas astreintes à une réglementation sévère en termes de liquidité, il en résulte une liquidité d'ensemble de l'économie. Cela implique que l'autorité monétaire chinoise ne cherche pas, au moins pour certaines périodes spéciales, à limiter le levier d'endettement des banques ni à les obliger de détenir en permanence des liquidités suffisantes de façon à faire face à un blocage éventuel du marché du crédit interbancaire. En d'autres termes, un faible ratio de liquidité a permis aux banques chinoises d'améliorer leur capacité de la

¹ Selon le Bâle III, le Ratio de liquidité bancaire ne doit pas être inférieure à 100 % (c'est-à-dire que l'encours d'actifs liquides de haute qualité soit au moins égal au total des sorties nettes de trésorerie).

transformation financière, c'est-à-dire l'utilisation de ressources à court terme (dépôts notamment) pour financer à long terme des investissements (crédits, obligations)¹.

De plus, en Chine, notons que la question de la surliquidité devient en quelque sorte un « faux problème » dans la mesure où règne une ambiguïté entre les mesures prudentielles mises en place par la CRBC et la politique monétaire menée par la Banque centrale de Chine. D'une part, en raison de la forte liquidité de l'ensemble de l'économie, la Banque Centrale de Chine a durci sa politique monétaire en augmentant régulièrement le ratio des réserves obligatoires pour limiter l'expansion du crédit bancaire et absorber l'excès de liquidité de l'économie. D'autre part, la CRBC a fixé un coefficient réglementaire de liquidité bancaire très bas (25%). Les banques commerciales chinoises présentent donc une faible liquidité comparée aux standards internationaux, mais au regard des réserves excédentaires accumulées auprès de la Banque centrale de Chine, la situation ne semble guère préoccupante. Le niveau de la liquidité des actifs détenus par les banques chinoises est potentiellement risqué, mais leur stratégie consiste à maximiser l'emploi des ressources en crédits tout en espérant qu'en cas de besoin, la Banque centrale de Chine fournira la liquidité nécessaire.

Au total, les apports du système financier notamment bancaire à l'économie réelle chinoise sont très importants. L'arbitrage entre la stabilité et le financement du développement a été fait à l'avantage du second, ce qui est bénéfique à l'investissement et à la croissance économique. Le niveau d'investissement chinois est relativement élevé grâce au volume important des crédits accordés par les banques. Celles-ci sont actives pour répondre aux besoins du financement des entreprises qui souhaitent vivement à accroître leur niveau d'investissement. Quant aux autorités monétaires chinoises, elles ont joué leur rôle de préservation de liquidité en contrôlant le niveau des réserves obligatoires bancaires pour prévenir le risque excessif du crédit bancaire. En même temps, elles ont accordé un ratio de liquidité bancaire relativement bas afin de donner aux banques une marge de manœuvre plus grande pour financer la croissance économique. Mais cette stratégie de surliquidité mise en place par une politique de crédit expansionniste semble quand même très délicate. Car la réglementation doit également éviter les abus des intermédiaires financiers. Si l'autorité monétaire accorde un ratio de liquidité au niveau très bas, il y aura probablement une transformation financière excessive chez les banques qui ne disposent pas d'assez de

¹ La transformation financière permet de baisser le coût des financements longs, car les taux d'intérêt à court terme sont en général plus faibles que les taux à long terme. Elle permet aussi d'en accroître le volume car l'offre d'épargne longue est limitée.

liquidités pour faire face à des demandes des créanciers. C'est pourquoi les critiques sur la fragilité bancaire chinoise se multiplient depuis les années 1990. Pour comprendre la nécessité de la stratégie financière très expansive et ses effets sur l'économie réelle du pays, il faut avant tout étudier les spécificités du système financier chinois.

B - Spécificités du système financier chinois

Depuis la réforme économique en 1979, la Chine a connu une croissance économique soutenue. Elle demeure en dépit de cette performance une économie difficile à catégoriser puisqu'elle présente en même temps quelques caractéristiques des économies en développement, mais aussi celles en transition. Un examen des spécificités de l'économie chinoise permet de comprendre le phénomène de surliquidité de son système financier. Nous nous intéressons aux facteurs qui semblent être les plus importants. Ils sont au nombre de deux : (a) l'abondance de l'épargne domestique et (b) les flux des capitaux étrangers, sachant que ceux-ci ne sont pas indépendants.

1) L'abondance de l'épargne domestique : particularités et implications

L'une des principales causes de l'ensemble de l'économie chinoise est son taux d'épargne très élevé. Certes l'accélération de la croissance de l'économie¹ et la mise en place de la politique de l'enfant unique ont contribué à élever le taux d'épargne (Modigliani et Cao, 2004) dans la mesure où les enfants subvenaient traditionnellement aux besoins de leurs parents au moment de leur retraite. Le niveau élevé de l'épargne des ménages provient également d'une forte épargne de précaution, notamment dans le but de financer les dépenses de santé et d'éducation. En revanche, il n'est pas nécessaire de surestimer les facteurs culturels et sociaux pour expliquer le niveau élevé de l'épargne chinoise. D'après nos estimations, en Chine, le taux d'épargne des ménages est passé de seulement 5 % au début des années 1970 à plus de 20 % ces dernières années. Or, pendant presque la même période, le taux d'épargne des ménages en Inde est encore plus élevé qu'en Chine, et se situe autour de 27 % du revenu par foyer, alors qu'il s'établissait à environ 15 % au début des années 1980.

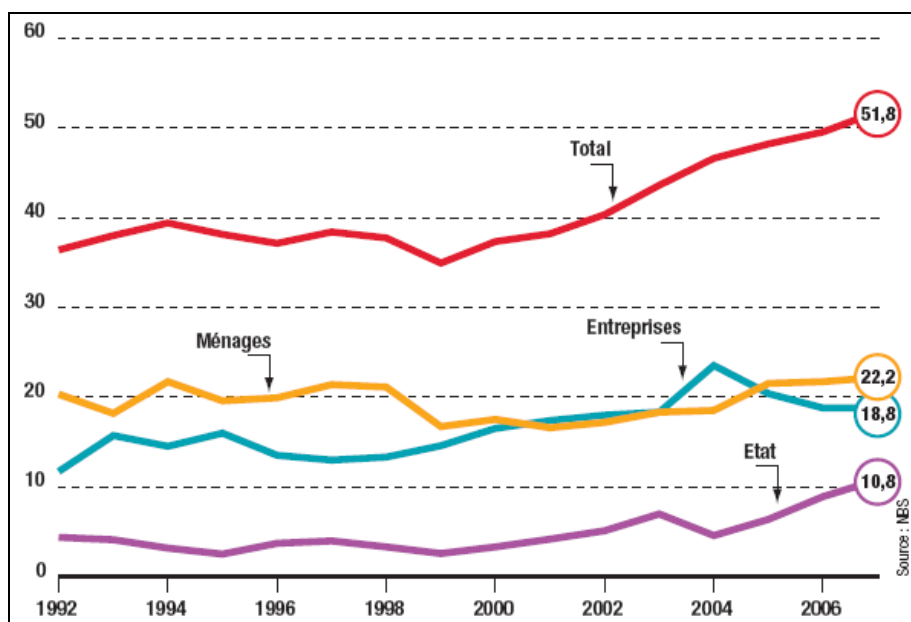
¹ Dans la théorie du cycle de vie (Albert & Modigliani, 1963), le taux d'épargne dépend positivement du taux de croissance du PIB.

Du fait que ces pays ont tous deux vécu une période de croissance économique remarquable pendant ces trente dernières années, cette évolution s'explique plus largement par des accélérations du taux de croissance.

a) Les particularités de la structure de l'épargne chinoise

Ce qui fait la particularité de la Chine, c'est l'importante contribution de l'épargne des entreprises et de l'État au taux d'épargne global. En effet, les entreprises et le gouvernement chinois épargnent une part du PIB beaucoup plus importante que ne le font leurs homologues dans les autres pays.

Graphique 30: Evolution de l'épargne chinoise par rapport au PIB (en %) entre 1992 et 2007



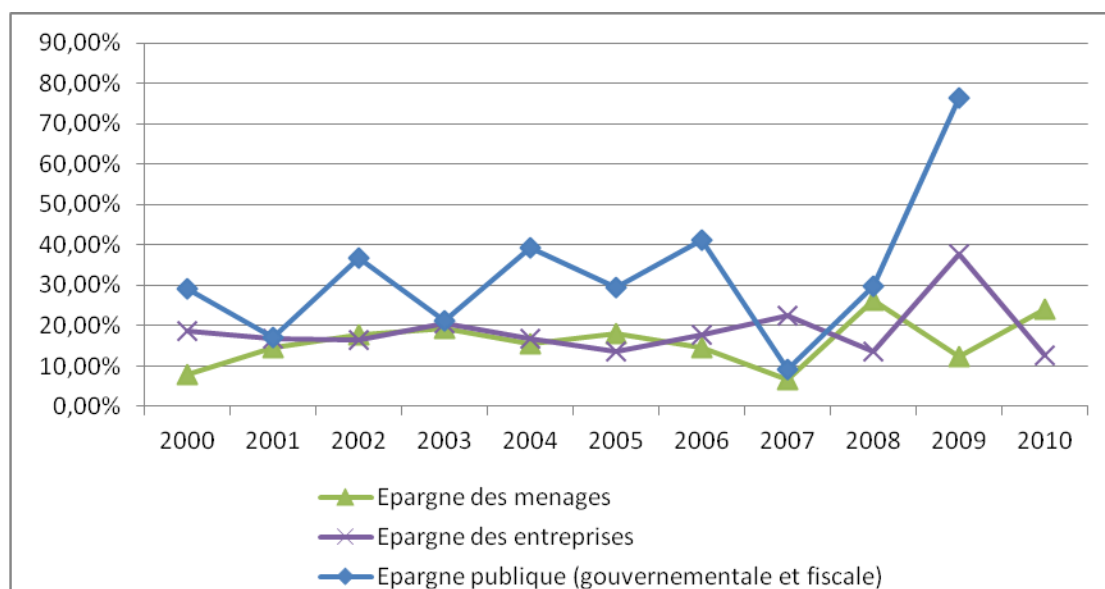
Source : A partir des données fournies par le Bureau statistique de la Chine en 2007, disponibles à l'adresse <<http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/>>

Selon le graphique 30, tous les agents économiques, y compris le gouvernement chinois, « déposent » énormément d'argent dans le système bancaire. Ces abondantes épargnes offrent les ressources financières suffisantes de manière que l'économie chinoise soit dans un état de liquidité confortable. C'est pourquoi on conclut que les différences dans le niveau global de l'épargne nationale entre la Chine et d'autres pays s'expliquent en fait par le volume d'épargne du gouvernement et des entreprises. Le fait que l'épargne des entreprises soit plus

élevée est une conséquence du relatif sous-développement des marchés financiers chinois, qui oblige les entreprises à s'autofinancer ; le niveau de l'épargne gouvernementale est dû en Chine à la politique fiscale très conservatrice. Dans les autres pays, comme en Inde, il est simplement le corollaire des importants déficits fiscaux du pays (OCDE, 2005). Soulignons que les entreprises et l'État sont normalement des agents à besoin de financement, mais dans le cas chinois, ce sont des agents à capacité de financement. Cette capacité financière inutilisée se retrouve sous forme de dépôt dans les banques, ce qui peut être interprété comme une surliquidité bancaire.

Comment expliquer ce comportement de l'épargne chinoise? Dans le graphique 31, nous trouvons qu'une des particularités de l'épargne chinoise, c'est-à-dire l'épargne du gouvernement est artificiellement élevée en raison de la part des ressources consacrées à l'investissement dans les entreprises étatiques et financée sur ressources publiques. Depuis 2000, le taux de croissance de l'épargne publique est beaucoup plus important que celui des entreprises et des ménages.

Graphique 31: Le taux de croissance de l'épargne chinoise selon différentes catégories



Source : A partir des rapports annuels de la Banque Centrale de Chine, 2001-2011, disponibles à l'adresse <<http://www.pbc.gov.cn>>

En fait, le niveau élevé de l'épargne des entreprises est lié en partie au crédit important du secteur manufacturier dans l'économie chinoise : l'investissement est en effet plus important dans les secteurs manufacturiers du fait de la plus grande intensité capitaliste de l'industrie. Sachant que la plupart des investissements publics est financée par les crédits octroyés par les banques publiques chinoises, il est nécessaire d'interroger l'effet des crédits bancaires sur la structure de l'épargne nationale chinoise.

b) L'implication du système financier chinois : les crédits font les dépôts

La découverte de cette idée que les crédits font les dépôts, tient au développement de la monnaie fiduciaire, les billets de banque, par opposition à la monnaie métallique et n'est pas nouvelle. Le fonctionnement d'une économie moderne est basé sur la monnaie scripturale au lieu de la monnaie fiduciaire. Bien que cette dernière existe encore, dans la plupart des cas, les crédits ont été accordés avant que les dépôts n'existent. L'octroi d'un crédit sous la forme d'un prêt par une banque commerciale à son client conduit à l'augmentation d'un montant égal de la masse monétaire. En contrepartie du prêt accordé, la banque crédite le compte du bénéficiaire qui dispose alors de monnaie scripturale par un simple jeu d'écritures. Le crédit accordé fait apparaître sur son compte une somme qui n'existait pas auparavant¹. Sans rentrer dans les détails, il est évident que l'octroi de crédits est l'une des fonctions principales des banques et est à l'origine de la création monétaire. Par contre, il existe aussi deux contraintes qui peuvent restreindre la création monétaire : 1) des demandes de crédits provenant des entreprises ou des ménages ; 2) la possibilité de refinancement qui consiste pour une banque commerciale à se procurer de la monnaie banque centrale.

C'est pourquoi nous considérons que la contribution des crédits bancaires pour financer les investissements publics du pays se reflète d'une manière très importante dans le niveau élevé de l'épargne domestique chinoise. De ce fait, la question d'une influence positive du système financier sur la croissance, que ce soit par le biais de la mobilisation de l'épargne ou par celui de la qualité de son affectation, n'a pas de sens. Parce que si la demande de crédit adressée au système bancaire est tellement faible, il est probable que la rentabilité de celui-ci soit basée surtout sur les services rémunérés et les intérêts perçus sur les placements effectués auprès de la Banque centrale. C'est un phénomène anormal que les réserves excédentaires, en

¹ A l'inverse, l'opération de remboursement du crédit par l'agent économique non financier se traduit par une destruction de monnaie.

tant que moyen de contrôle monétaire, soient devenues la principale source de revenu pour les banques. Même si ces réserves excédentaires sont mal rémunérées, les banques préfèrent déposer les fonds disponibles auprès de la banque centrale au lieu de les prêter aux entreprises.

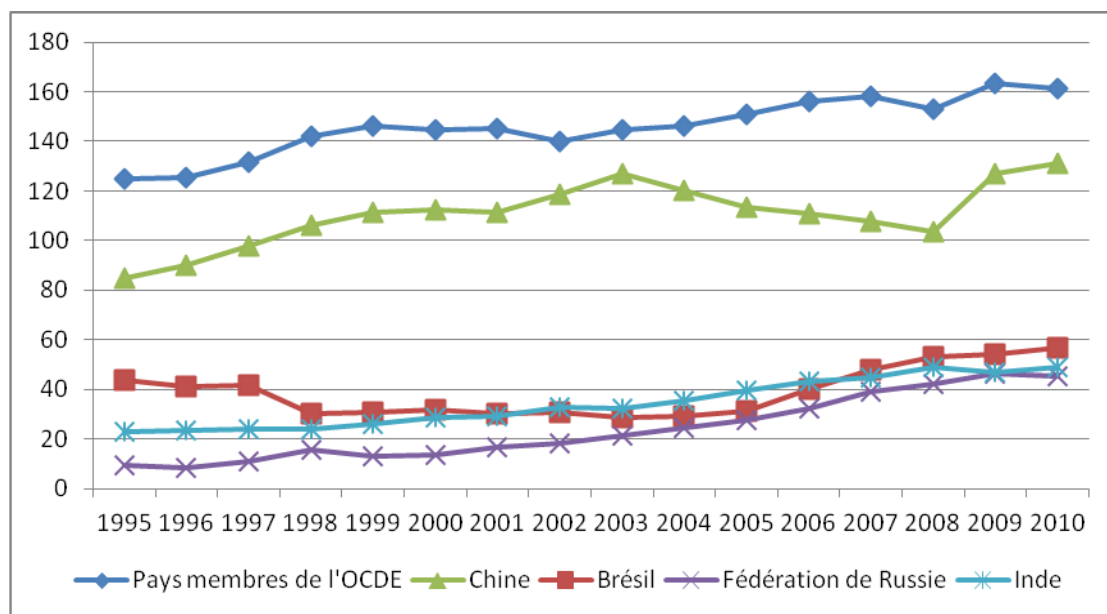
Bien entendu, les banques sont susceptibles d'octroyer le crédit si la demande augmentait, car cette activité représente traditionnellement une grande partie de leur revenu. Ainsi, la faiblesse des crédits accordés par les banques à l'économie peut être expliquée non seulement par l'aversion au risque des établissements de crédit, mais aussi et surtout par d'autres facteurs externes. Par exemple, l'euphorie financière est souvent générée par les esprits animaux de Keynes qui focalisent les anticipations des participants (Akerlof et Shiller, 2009). Lorsque les profits recommencent à croître fortement, l'enthousiasme d'une nouvelle période de croissance gagne de l'ampleur en entraînant à nouveau les acteurs dans une course folle (Ulgen, 2011). Les investisseurs croient alors qu'ils sont sur une bonne piste dont le bien-fondé n'est plus à questionner, ce qui confirme l'interprétation de la dynamique des comportements mimétiques des marchés proposée au premier chapitre (p. 60).

En tout cas, l'analyse de la liquidité bancaire nous permet de comprendre que l'image des pays sous développés manquant de ressources financières est une fausse interprétation. En effet, dans notre cas de figure, les intermédiaires financiers peuvent être en situation de liquidité abondante. Si la mobilisation des ressources internes est possible, c'est donc la volonté politique des gouvernements et des acteurs privés domestiques qui semblent faire défaut. En cela, le cas de la Chine où la politique d'industrialisation est basée sur le crédit bancaire public peut fournir quelques nouvelles idées.

2) La structure des crédits et la politique de l'industrialisation chinoise

Contrairement à ce que l'on croit, le poids du crédit au secteur privé en Chine est très important. Selon le graphique 32, son niveau par rapport au PIB a atteint 131% en 2010, largement supérieur aux ceux des autres pays émergents et plus proche de celui des pays de l'OCDE.

Graphique 32: Crédit intérieur fourni au secteur privé (% du PIB)



Source : A partir des données fournies par la Banque Mondiale, données statistiques en 2011, disponibles à l'adresse : <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/>

En effet, le message donné par le graphique 32 est similaire à celui du graphique 27. Les deux affirment l'apport important du crédit bancaire chinois à l'activité économique privée. Par rapport aux autres économies émergentes, le niveau relativement élevé de crédit domestique en Chine a permis aux entreprises privées de se débarrasser des contraintes de liquidité afin d'accélérer l'investissement et la croissance économique.

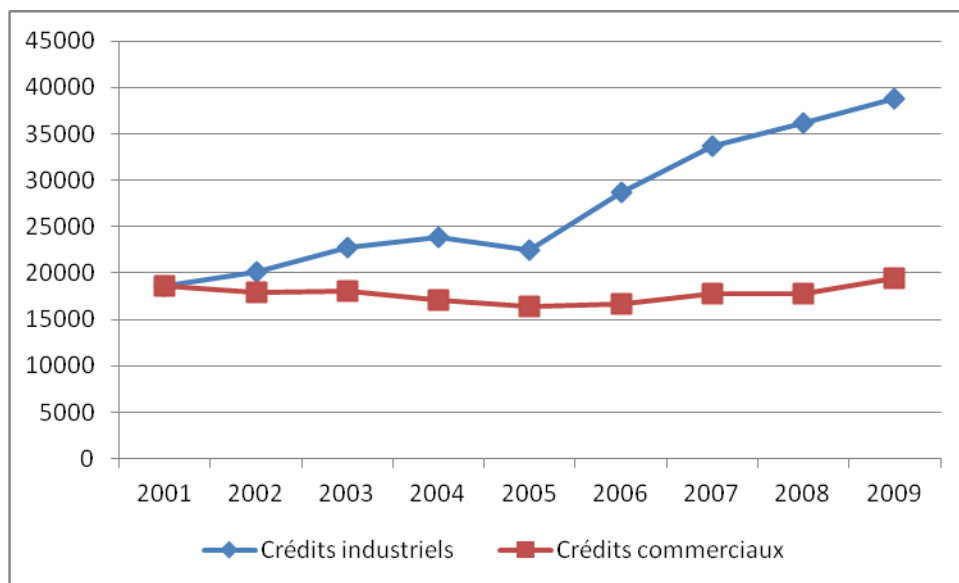
Certains économistes reprochent que les banques dans les pays du Sud font trop de crédits pour financer les déficits publics. Dans les pays de l'Afrique subsaharienne, par exemple, 53 % des titres de dette des Etats sont détenus par des banques commerciales (Hmimid et Imbert, 2006, p. 31). Mais ils ne sont pas rendus compte que la faiblesse de la demande du crédit bancaire entrave le développement financier et oblige les banques, dans certains cas extrêmes, d'exploiter d'autres sources de revenu parfois anormales comme le dépôt volontaire de réserve excédentaire pour maintenir leur rentabilité. En effet, l'anticipation défavorable ou pessimiste d'investisseur est souvent à l'origine de la faible demande du crédit, les banques n'arrivent pas à octroyer suffisamment des crédits pour se rentabiliser. Dans ce cas, l'achat des titres de dettes publiques est devenu un des meilleurs choix pour les banques.

Nous trouvons ici une grande différence entre la Chine et les autres économies en développement. Les réformateurs chinois ont mis en place un modèle de transition économique

originale¹ qui conserve comme moteur principal des entreprises d'État dans le système de production industrielle. De ce fait, les banques chinoises leur accordent des crédits au lieu d'acheter des titres de la dette publique. Parmi elles, les « banques de politique de développement » ont pour tâche de fournir un soutien financier à la politique économique de l'État. Chargées de gérer les fonds de manière planifiée, de les collecter auprès des secteurs déterminés et de les utiliser à des fins déterminées, elles cherchent simplement à maintenir l'équilibre de leurs propres comptes et ne se proposent pas de faire de bénéfices importants. Ces banques, telles qu'elles existent à l'heure actuelle, ne représentent qu'un moyen destiné à promouvoir la transformation des banques spéciales en des banques commerciales modernes. Elles sont au nombre de trois : la Banque nationale de développement, la Banque d'import-export de Chine et la Banque de développement agricole de Chine. La Banque nationale de développement accorde des crédits aux projets approuvés par l'État dans les industries de base, les industries stratégiques ou de pointe, la construction d'infrastructures et la refonte technique. Chargée de soutenir l'agriculture selon la politique de l'État, la Banque de développement agricole gère les fonds de soutien à l'agriculture pour le compte des finances publiques. La Banque d'import-export de Chine accorde des crédits à l'exportation aux exportateurs d'équipements complets importants et des produits de haute technologie à forte valeur ajoutée. Ces banques confient généralement à une banque commerciale le soin de réaliser les opérations susmentionnées. En tout cas, tous ces crédits sont volontairement très orientés pour contribuer à l'amélioration des infrastructures et de la capacité de l'industrie nationale.

¹ C'est ce que nous appelons « l'économie socialiste de marché » qui cherche à former une économie socialiste décentralisée.

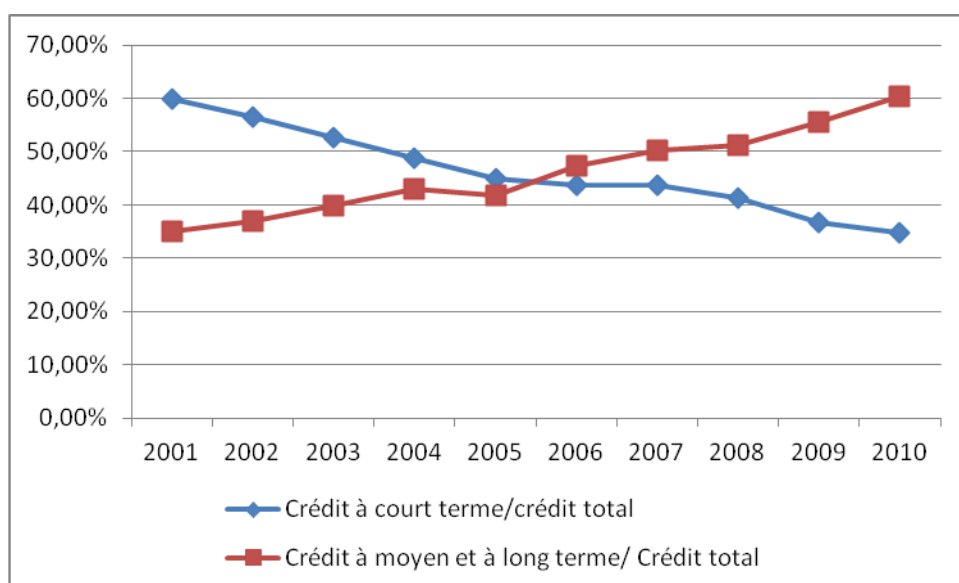
Graphique 33: Évolution des crédits industriels et commerciaux dans les banques chinoises (en milliards de yuan)



Source : *Rapports annuels de la Banque Centrale de Chine (BCC), 2002-2010.*

Afin de rattraper son retard technologique, l'État chinois a toujours mis l'accent sur l'amélioration de la compétitivité du secteur industriel. Depuis 2001, les prêts industriels ont fortement augmenté et les prêts commerciaux sont restés au même niveau (voir le graphique 34). Il en résulte que la croissance du crédit industriel est largement supérieure à celle du crédit commercial.

Graphique 34: Structure des crédits à l'économie chinoise (%)



Source : *Rapports annuels de la Banque Centrale de Chine (BCC)*, 2002-2010.

Dans le graphique 34, nous pouvons constater un effet ciseau entre la part des financements de moyen et long terme qui augmente et dépasse celle des prêts à court terme. En effet, l'investissement industriel nécessite généralement des prêts à moyen et long terme. Cela corrobore la tendance observée dans le graphique précédent. Celui-ci montre un niveau d'investissement industriel très élevé s'expliquant par le poids des entreprises publiques et la volonté du gouvernement chinois de développer la capacité industrielle du pays.

Plus récemment, à l'épreuve de la crise financière mondiale, la dimension bancaire et monétaire constituait une composante essentielle de la stratégie de relance par l'investissement adoptée par la Chine pour pallier le risque de récession économique. En fait, dès l'automne 2008, les autorités ont orchestré avec succès l'accroissement des liquidités des banques (par la baisse du taux des réserves obligatoires) puis la libération du contingentement du crédit bancaire. La reprise vigoureuse de l'économie chinoise en 2009 témoigne du succès de cette stratégie de relance par l'investissement et du « *policy-mix* » dirigé par l'État chinois. Toutefois, le ralentissement de la croissance de l'investissement depuis avril 2009 témoigne d'une certaine diminution des rendements qui alimente les craintes de « surinvestissement » sous l'expansion du crédit bancaire en 2006-2007. Selon Gaulard (2009), ce processus d'accumulation n'est pas soutenable pour la poursuite de l'investissement, car l'importance des phénomènes de surproduction dans l'industrie chinoise conduit forcément à la baisse tendancielle du taux de profit. C'est probablement l'un des effets préjudiciables de la stratégie de surliquidité chinoise dans les années à venir.

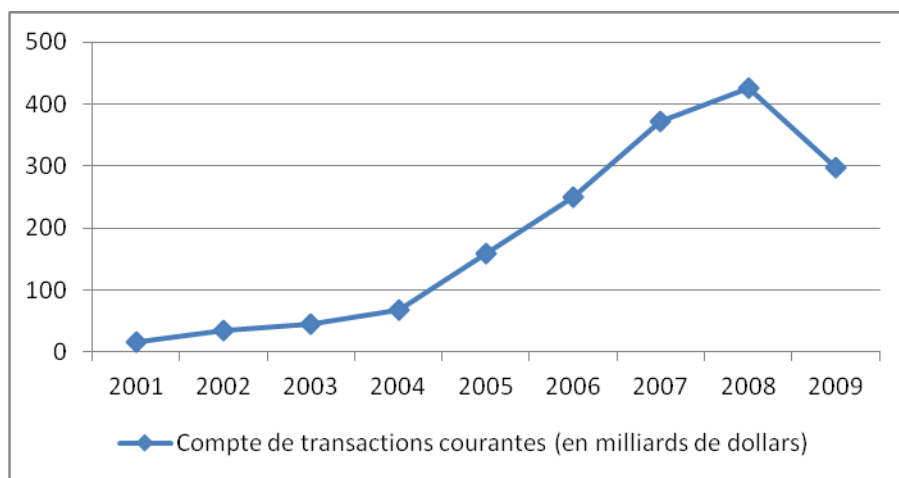
Mais pour l'instant, l'objectif de la politique monétaire chinoise reste à accompagner d'une politique industrielle visant à aider les industries naissantes à se développer, et d'autres à se consolider (Salama, 2012a). C'est pourquoi, au lieu de mettre en place les mesures de libéralisation financière, cette stratégie est ciblée, temporaire et agit sur les taux d'intérêt, les subventions, la facilité exceptionnelle du prêt et le contingentement du crédit au cas par cas. En résultat, la sous-évaluation du yuan, ou plus exactement le maintien d'un taux de change compétitif, l'accroissement de la productivité rendu possible par une politique industrielle et l'augmentation du taux d'investissement liée à la politique de crédit expansive, ces trois facteurs ont permis de maintenir la compétitivité des produits chinoises au niveau international. A cet égard, la réussite des exportations chinoises n'est pas un résultat de la dynamique de son secteur privé. Elle s'appuie directement sur une régulation de l'ouverture par le taux de change et la politique industrielle de l'Etat (Marques Pereira, 2012). Par ailleurs,

comme nous avons mentionné dans le chapitre précédent, une politique d'ouverture financière restrictive a fait que la surliquidité bancaire chinoise demeure encore à cause des flux des capitaux étrangers et l'excédent de la balance courante qui constituent le troisième facteur important de la surliquidité chinoise.

3) L'excédent de la balance des paiements et les réserves de change

L'entrée des capitaux étrangers découle de multiples facteurs dont l'excédent commercial et l'attractivité de l'économie chinoise. Le gouvernement chinois a poursuivi le modèle des pays de l'Asie du Sud-Est en mettant en place une stratégie de promotion des exportations. Les autorités monétaires ont maintenu une sous-évaluation réelle importante du yuan, ce qui, en moyenne, a comme effet de renforcer la compétitivité des exportations. Avec un yuan sous évalué, les marges à l'exportation sont fortes, ce qui fait accroître les réserves de change dues à l'excédent du compte commercial.

Graphique 35: L'évolution de la balance des transactions courantes de la Chine

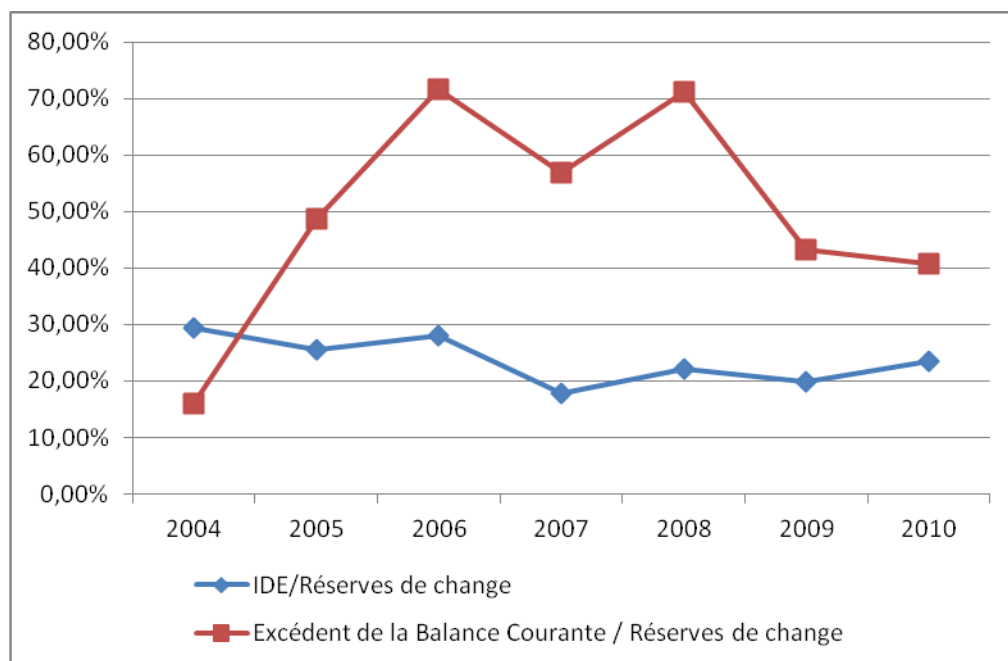


Source : A partir des données fournies par la Banque Mondiale, données statistiques en 2012, disponibles à l'adresse : <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/>

Dans le graphique 35, nous observons que le solde de la balance courante est devenu excédentaire depuis 2001 et ne cesse d'augmenter jusqu'en 2008. La compétitivité à l'exportation s'est améliorée rapidement et a contribué largement à l'augmentation de la liquidité d'ensemble de l'économie chinoise à travers les recettes d'exportation. Mais

l'excédent commercial n'est pas le seul facteur qui explique la hausse des réserves de change et la surliquidité en Chine.

Graphique 36: Contribution des IDE et des excédents de la balance courante aux réserves de change en Chine (%)



Source : *Rapports annuels de la Banque Centrale de Chine*, 2005-2011.

En effet, l'excédent du solde des transactions courantes et les IDE constituent la principale raison de la hausse des réserves de change. L'adoption par la Chine d'un régime de change administré joue un rôle dans ce mécanisme. L'excédent du solde global de la balance des paiements ne s'accompagne pas d'une appréciation du taux de change. Cela permet à l'économie chinoise de maintenir la compétitivité-change en exportation afin d'accumuler un important excédent commercial.

Dans le graphique 36, nous voyons que la contribution du solde commercial aux réserves de change n'a dépassé celle des IDE qu'à partir de 2004. En fait, pour la première fois en 2002, la Chine est devenue la première destination de l'investissement direct étranger (IDE) dans le monde¹. Aujourd'hui, elle continue d'attirer un tiers des IDE à destination des pays en développement. En 2006, les IDE vers la Chine s'établissent à 69 milliards de dollars, soit 10% des flux mondiaux. Malgré la crise financière mondiale, les IDE en Chine ont augmenté de 23,6% en 2008 sur un an, une croissance plus forte qu'en 2007.

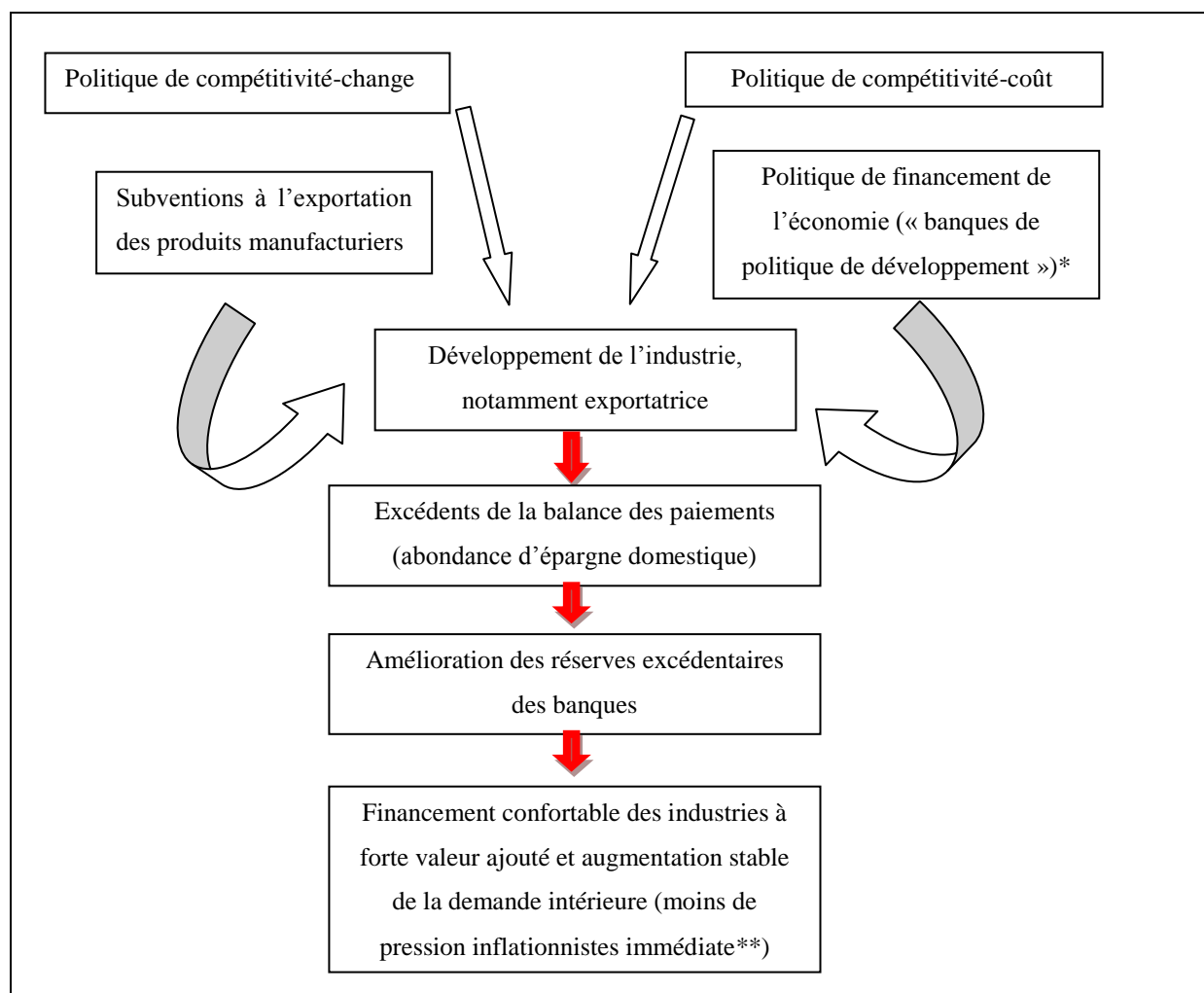
¹ *L'Observateur de l'OCDE*, N°237, Mai 2003

Par conséquent, l'afflux des capitaux conduit ainsi à une hausse de la liquidité bancaire à travers les dépôts effectués par les entreprises et l'État. Du fait que les banques chinoises ne sont pas contraintes par une réglementation sévère en termes de liquidité, il en résulte une liquidité d'ensemble de l'économie. A cet égard, la Chine, au lieu d'augmenter les taux d'intérêt pour stabiliser l'afflux des capitaux étrangers, maintenait un taux de change sous évalué depuis les années 1990. Le yuan sous-évalué a permis d'attirer les IDE et de renforcer la compétitivité-prix de l'exportation chinoise afin de garantir une source de liquidités internationales à travers l'excédent commercial. Les abondantes liquidités étrangères ont été tout de suite transformées en financement de l'investissement productif destiné à l'exportation au lieu d'accroître la demande domestique. Le risque de l'inflation était donc minimisé. Autrement dit, les abondantes réserves de change sont l'une des conséquences de l'industrialisation de l'économie chinoise. La sous évaluation de yuan, ne jouant qu'un rôle secondaire pour l'excédent commercial chinois, a d'abord permis à l'économie chinoise d'avoir un moyen alternatif de financement pour démarrer son industrialisation au lieu de s'endetter à l'extérieur.

Dans le chapitre 5, nous avons souligné que l'économie chinoise n'a pas laissé le niveau de sa dépendance financière très élevé et les entrées des capitaux étrangers ont été contrôlées voire « triées » selon leur type et leur motif. Le marché obligataire reste strictement fermé aux investisseurs étrangers, les marchés boursiers aussi. La plupart des financements se passent par le système bancaire domestique. La participation des banques étrangères est toujours restreinte par les nombreuses barrières à l'entrée qui ne sont pas contradictoires avec les engagements de la Chine avec l'OMC. Par exemple, elles ne sont autorisées à effectuer des opérations en monnaie locale que si elles sont implantées en Chine depuis au moins trois ans et que ces opérations s'avèrent rentables sur au moins 2 de ces 3 années. Ces exigences représentent des coûts considérables pour les banques étrangères. Au total, les réglementations bancaires strictes, combiné par la stratégie de gestion des excédents, visent essentiellement à contrôler le pouvoir de création monétaire et à orienter le financement vers l'investissement domestique productif.

Contrairement aux autres économies où l'excédent commercial est tributaire souvent des fluctuations des marchés des matières premières, en Chine, il s'agit de la conséquence d'une véritable politique de développement dont la séquence peut-être schématisée comme suit :

Figure 7: L'enchaînement logique de la surliquidité bancaire en Chine



* Ce sont des banques mises en place par l'Etat chinois et chargées de la mise en œuvre de la politique de financement du Gouvernement. La traduction littérale du nom de ces banques est : « banques de politique de développement ».

** Les salaires chinois sont depuis longtemps réprimés et demeurent aujourd'hui à un niveau insuffisant pour permettre la résorption des excédents de production en Chine (Gaulard, 2012, p. 202). Cela fait partie de la stratégie d'industrialisation de l'Etat pour que la Chine se développe progressivement par un poids croissant dans les exportations mondiales de produits manufacturés. Le niveau des salaires bas permet de réduire à la fois le coût de production industrielle et la consommation intérieure pour que la pression inflationniste soit minimisée.

Par son volume de crédit domestique expansif, l'attractivité des IDE et l'excédent de compte courant, l'économie chinoise a réussi de se libérer des contraintes financières

nationales et internationales. Mais d'où vient cette nécessité de la politique de crédit expansive ? En plus, rien ne peut garantir que cette abondance de liquidités peut toujours être au service du développement du système productif chinois au lieu de devenir la source de la pression inflationniste et de la fragilité financière ? C'est donc les questions principales à répondre dans les paragraphes suivants.

II - La remise de la finance au service de l'économie réelle chinoise

La remise de la finance au service de l'économie réelle chinoise se concrétise par deux politiques économiques sous l'intervention directe de l'Etat chinois. Il s'agit de mettre en place une politique de crédit bancaire expansive avec les taux d'intérêt très bas pour faciliter le financement des entreprises étatiques et un taux de change sous-évalué pour attirer les capitaux étrangers productifs. En quelque sorte, c'était un choix passif du gouvernement chinois en face du dilemme de financement pendant la transition économique. En effet, dans la libéralisation financière des pays en transition, nous constatons souvent une transition irrévocable de régimes de « répression financière » vers des régimes de répression monétaire qui vise à limiter le plus possible, voire à annuler quasi totalement l'émission monétaire publique, et à concéder le monopole de l'émission monétaire à un système bancaire intégralement privatisé et financiarisé. Pour certains auteurs comme Théret (2011), ce régime de répression monétaire peut conduire à une crise cumulative des finances publiques s'accompagnant d'une incapacité croissante des pouvoirs publics à exercer leurs missions élémentaires de services publics.

C'est pourquoi il conviendrait de mettre fin des régimes de répression monétaire qui conduisent les États à s'endetter indéfiniment jusqu'au moment où les peuples ne font plus leur confiance sur leur propre monnaie domestique (Théret, 2011). Cette analyse nous paraît valoir à une échelle bien plus vaste pour une crise financière dans une économie en transition qui est aussi, une crise monétaire. La stratégie de surliquidité en Chine, à son niveau le plus fondamental, cherche à lutter contre la faible monétisation de l'économie à cause de la faible crédibilité de la monnaie domestique. Elle a permis à l'économie chinoise d'échapper aux risques de récession économique à cause de la pénurie de moyens de financement lié à la répression monétaire d'une part, et d'autre part, il implique aussi un déséquilibre du modèle

de croissance économique trop dépendante de l'exportation et de l'investissement au secteur public.

A - Nécessité d'une politique de crédit expansive

Pendant le processus de la transformation économique chinoise, l'un des rôles importants du système bancaire est donc le maintien de la contrainte budgétaire lâche des entreprises d'État (Ould-Ahmed, 1997). Lorsque ces dernières sont partiellement débudgétisées, les différentes formes de subventions publiques sont désormais substituées par la contribution croissante du système bancaire sous ordre de la Banque Centrale de Chine.

Depuis longtemps, le crédit bancaire chinois a joué un rôle de quasi-subsidation publique dans le financement des entreprises publiques. Dans toutes les économies en transition, la réforme des entreprises publiques pose toujours une grande difficulté pour les gouvernements concernés. Ces entreprises, souvent surendettées et peu rentables, ont du mal à se financer pour survivre. La majorité d'elles étaient obligées d'être privatisées ou mises en faillite à cause de la dégradation de la condition financière. Comparée aux autres pays en transition, la Chine a réussi de restructurer une grande partie des entreprises publiques au lieu de les revendre aux investisseurs étrangers. Aujourd'hui, un grand nombre des entreprises étatiques sont devenues rentables et constituent une source stable de recette publique pour maintenir l'équilibre budgétaire de l'Etat. Par contre, il ne faut pas oublier que, depuis longtemps, l'Etat chinois a mis en place une politique expansive de crédit bancaire pour liquider la dette et la perte de ces entreprises, et ensuite financer la modernisation de leur appareil productif. D'une part, les avances du secteur bancaire autorisaient le financement du capital fixe et des salaires, la production et la vente des marchandises, le reflux des salaires distribués par les firmes entre leurs mains et, par là, le remboursement du système bancaire et le maintien de la dynamique de l'investissement. D'autre part, la contrainte budgétaire lâche était accordée pour la majorité des entreprises étatiques puisque l'État, à travers son emprise sur la Banque centrale, procède *de facto* à une socialisation et une monétisation *ex-post* des pertes des entreprises. Cet effet de monétisation, qui se reflète aujourd'hui dans le ratio de liquidité à l'économie chinoise très élevé (M2/PIB 167,8% en 2010), provoque beaucoup de débats notamment sur le risque d'inflation dans un contexte de surliquidité de l'économie mondiale. Mais il semble que la contrainte budgétaire lâche, dans une période donnée, était nécessaire pour échapper au danger de répression monétaire sans augmenter la pression inflationniste en Chine. Pour

comprendre ce phénomène, il faut d'abord mettre en lumière certaines spécificités de l'inflation chinoise.

1) L'inflation chinoise contre l'approche monétariste

Les statistiques officielles mettent très clairement en scène la préoccupation de l'inflation en Chine, puisque le taux de croissance de M2 est plus important que celui du PIB pendant presque toute la période des réformes. Mais il n'y a pas eu d'inflation importante depuis le milieu des années 1990 jusqu'à aujourd'hui. Pourquoi l'excès de liquidité en Chine n'a pas provoqué d'inflation ? En général, les économistes abordent la question des bases et de la nature de l'inflation en Chine ou même ailleurs à partir d'une réflexion axée sur le déterminant de l'offre de monnaie et les variations du niveau général des prix. Autrement dit, la plupart des analyses relatives à l'inflation se réclame des interprétations monétaristes. Or, le pouvoir explicatif de ces approches semble assez limité dans l'analyse de l'inflation en Chine.

a) L'insuffisance des hypothèses monétaristes

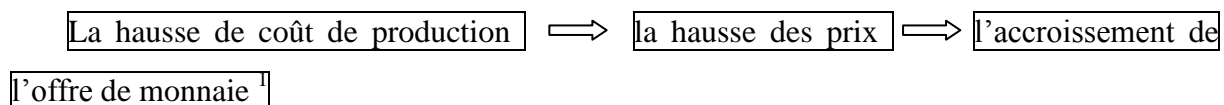
D'abord, les hypothèses de base du monétarisme ne sont pas adaptables à la situation économique de la Chine. Plus précisément, l'hypothèse de M. Friedman, qui énonce que l'équilibre sur le marché de la monnaie détermine la demande globale des biens, ne correspond pas tout à fait au comportement des agents économiques chinois. Pour les monétaristes, ce sont les variations de la masse monétaire qui déterminent celles du prix.

$$\boxed{\text{L'excès de l'offre de monnaie} \Rightarrow \text{la hausse des prix}}$$

En conséquence, il suffirait de contrôler la création monétaire pour combattre l'inflation. Pourtant, dans le cas de la Chine, nous trouvons une interprétation plutôt inverse. Elle consiste à partir de l'antériorité du mouvement des prix par rapport à celui de l'offre de monnaie. En effet, pour l'économie chinoise ou même une autre économie en transition, les fluctuations des prix résultent de celles des coûts¹. C'est-à-dire que la hausse des coûts des entreprises en amont les conduit à augmenter leurs prix. Ce qui se traduit par la montée des coûts des firmes situées en aval. Celles-ci accroissent alors leur demande de moyens de

¹ C'est l'approche de l'inflation par les coûts ou par chocs d'offre. Ces chocs d'offre résultent généralement d'une hausse des coûts salariaux, de révisions de taux de marge, de mauvaises récoltes, de variations brutales des prix du pétrole, etc.

paiement. Ainsi, pour contrôler l'inflation, il s'agit du ralentissement des coûts qui susciterait celui des prix de vente des firmes et donc la baisse de leur demande de moyens de paiement.



La libéralisation du système des prix en Chine dans les années 1980 a suscité la forte hausse des prix (et des coûts) et a ensuite accru un très grand besoin de liquidité dans toutes les entreprises chinoises. Ces dernières, dont les modèles de gestion et de production n'avaient pas réellement changé depuis la fin de la planification centrale, étaient toujours fortement consommatrices de matières premières et de produits intermédiaires. C'est donc la hausse des coûts de production des entreprises situées en aval qui contribue à l'augmentation de leurs besoins de financement, alimente leur demande de crédit et, par là, engendre une création supplémentaire de monnaie. En d'autres termes, c'est le prix qui implique la monnaie et non l'inverse. De ce fait, la création monétaire est endogène ; elle résulte des enchaînements qui lui préexistent et qui alimentent la hausse des coûts et des prix. Ce mécanisme de l'inflation nous semble similaire à celui de l'inflation inertielle (Bourguignon et Andreff, 1994), dans laquelle la masse monétaire est fonction du niveau des prix ou du volume de la production. La hausse des prix refléterait un comportement de défense des entreprises en cas de baisse de la demande, en vue de maintenir leur marge. La masse monétaire ne peut alors qu'augmenter. Même si la Banque Centrale applique une politique monétaire restrictive, les agents économiques réagissent par une hausse de la vitesse de circulation de la monnaie. Nous aboutissons au même résultat qu'une hausse nominale du stock de monnaie. En Chine, si le gouvernement ne subventionne plus la production des entreprises publiques et ne maintient plus le prix des matières premières au niveau bas, le coût de production va forcément être en hausse et entraînera une hausse du niveau général des prix et de la demande de monnaie et ainsi de suite.

Par ailleurs, certaine hausse des prix ne signifient pas forcément une grande pression inflationniste, car l'évolution du système productif est naturellement moins rapide que celle du système financier. Pour stimuler la production qui tend à stagner voire entrer en récession, le système bancaire peut créer de la monnaie en distribuer de deux façons : une part est destinée aux ménages sous forme de crédit à la consommation, l'autre aux entreprises sous

¹ Cette séquence est apparue dans les travaux des post-keynésiens dans les années 1980 (Kregel, 1979; Lavoie, 1985).

forme de crédit à la production. Le crédit à la consommation va permettre d'acheter la production des entreprises de tout à l'heure. Le crédit à la production va permettre aux entreprises d'embaucher plus de travailleurs et de démarrer plus vite leurs appareils productifs. La distribution de revenus qui va encore accroître les possibilités de consommation des ménages, et l'effet du crédit à la consommation sera amplifié. Par conséquent, soit les entreprises sollicitées par une consommation plus grande et attirées par les anticipations favorables de profit produisent plus de biens pour répondre à la demande. Dans ce cas, elles vendent plus et remboursent leur crédit bancaire. La monnaie va être détruite, et si le crédit ne se renouvelle pas, l'économie s'arrête à un niveau plus élevé mais reste finalement stationnaire. Soit les entreprises n'arrivent pas à produire suffisamment de biens pour satisfaire la demande de consommation. Dans ce cas, les prix s'élèvent. C'est le signe d'une économie surchauffe. Il convient de ralentir la création de monnaie pour que l'économie se repose. Par contre, si le système bancaire continue à émettre la monnaie en répondant passivement à la demande de crédit qui n'a aucune raison de se priver, la monnaie reste en circulation et ne se détruit pas. Les entreprises vont vendre simplement plus cher pour maintenir son activité productive. De ce fait, l'inflation est inévitable. Or, ces deux possibilités d'évolution montrent que toute la hausse des prix n'est pas la preuve qu'il y a inflation. Celle-ci peut être seulement transitoire, temporaire et s'expliquer par un retard dans la réponse des entreprises. Il n'y a pas lieu de s'alarmer, pourvu que l'investissement et la production soient en cours. Quant la demande de consommation est satisfaite par la production supplémentaire des entreprises, les prix baisseront et la monnaie se détruira.

b) Le danger d'une politique d'austérité à la suite d'une libéralisation des prix

Ainsi, il est préjudiciable de mettre en place à la fois une libération brutale des prix et une contrainte budgétaire trop restrictive, parce que toutes les conditions nécessaires à sa réalisation n'ont pas été réunies. Par exemple, les grandes entreprises étatiques chinoises ont souvent pu faire reposer sur d'autres agents la contrainte que leur imposaient les autorités (au moins partiellement). Pourtant la politique monétaire trop restrictive et le resserrement de la distribution du crédit ont engendré une pénurie de liquidité dans l'économie. Par conséquent, le phénomène d'impayés (crédits inter-entreprises et auprès des banques) était très fréquent parmi les entreprises publiques dans les années 1990. Dès le début des réformes économiques, la mauvaise performance des entreprises publiques a rendu très difficile la mise en œuvre de

nouvelles réformes du système bancaire, pourtant indispensables. L'insuffisant engagement des réformes jusqu'ici (notamment de la réforme des entreprises publiques par rapport aux réformes de la banque) explique les problèmes de la politique monétaire, et donc les grandes difficultés (créances douteuses) au sein du système bancaire chinois.

L'impossibilité de faire peser une contrainte budgétaire effective sur tous les agents, notamment sur les entreprises publiques, est une des principales accusations des néolibéraux (Sun et Tong, 2003; OCDE, 2000) sur l'imperfection des réformes économiques des pays en transition, y compris la Chine. Mais cela ne veut pas dire que la stabilisation des prix ne se réalise que par une politique d'austérité. Car l'une des priorités de la transformation économique en Chine consiste avant tout à moderniser son système productif. Du fait que les entreprises publiques occupaient encore un poids important dans le système productif du pays, une coupure du financement public n'entraîne qu'une baisse forte de l'offre et ensuite produit une nouvelle pression inflationniste.

Pendant la transition économique chinoise, le gouvernement chinois n'a pas mis en place sérieusement une politique d'austérité pour stabiliser les prix. C'est parce que la restriction trop forte de crédit ne permet pas aux entreprises domestiques d'engager les investissements nécessaires pour moderniser leurs fonctions de production. Même lorsqu'elles en ont la volonté, elles ne peuvent pas changer la combinaison de facteurs ou s'adapter à une éventuelle nouvelle demande (notamment étrangère) car elles ne peuvent pas dégager les fonds nécessaires à l'innovation (en produits et/ou en procédés) et à l'investissement en capital fixe et humain que cela suppose. Face à l'accroissement des coûts et à la compression de la demande domestique, leur seule réaction n'a donc souvent pu être que la réduction de leur niveau d'investissement et de production. L'insuffisance de l'offre va encore accentuer l'inquiétude de consommateurs et encourager le comportement spéculatif de certains producteurs (stocker des marchandises), ce qui déstabilise l'ensemble du système économique en transition à cause de l'émergence d'incertitude qui entrave la coordination de différents agents économiques.

C'est pourquoi les réformateurs chinois ont refusé la vision néolibérale attribuant aux seuls prix le pouvoir de diriger les décisions des agents. Dans la première période des réformes, la libération des prix a déjà produit des conséquences perverses sur le niveau de production. Lorsque les entreprises de production de matières premières situées en amont ont tendance à augmenter le prix pour accroître leur marge, les entreprises industrielles en aval sont obligées d'augmenter le prix de vente. Par conséquent, la hausse des prix va aggraver la

contrainte financière des agents économique et accroître leur demande de crédit. C'est pourquoi, la libération des prix, même avec la politique monétaire restrictive, peut non seulement produire une forte inflation en développant notamment le crédit inter-entreprise, mais aussi une grande contrainte au niveau de financement de transaction et de production qui peut compromettre la suite des réformes. Pour une économie en transition, la combinaison entre la libération des prix et la privatisation des entreprises publiques notamment en amont n'a aucun effet positif sur la reprise de la croissance, car les capacités de production des entreprises domestiques ne sont pas complètement mobilisées à cause des contraintes financières liées au poids de leur dette. Lorsque la demande globale augmente, les entreprises ont du mal à financer leur production pour y répondre à cause du durcissement des conditions de crédit.

2) La politique de crédit expansive est une solution passive de l'Etat chinois

En fait, les réformes mises en œuvre à partir des années 1980 en Chine ont radicalement transformé les modalités de financement de l'économie. Elles ont entraîné le passage de la budgétisation des investissements productifs à leur financement monétaire. Mais ce passage a provoqué une grande difficulté de financement pour l'Etat chinois lui-même, puisqu'auparavant, dans une économie planifiée centralisée, le système des prix administrés représentait un moyen de financement. Sous le contrôle de l'État, le prix avait ainsi un rôle double. D'un côté, il était une norme de redistribution centralisée des revenus d'une grande partie des entreprises. De l'autre, il désignait une norme de répartition d'une fraction de ces revenus parmi d'autres entreprises ou certains secteurs, considérés comme prioritaires. En effet, pour favoriser la production des produits intermédiaires et des biens de consommation finals, l'État permettait aux entreprises en aval d'avoir des intrants facturés à un prix très faible. Il en résultait des pertes pour les entreprises de l'amont qu'il était alors contraint de financer par l'octroi de subventions.

Or, après la transition économique, le désengagement de l'Etat dans le financement des entreprises publiques a tout de suite posé un grand problème. En principe, pour réduire son déficit budgétaire, l'Etat décidait de laisser les prix s'ajuster selon les règles du marché et de privatiser les entreprises publiques. Mais cela déclenchait des enchaînements de récession, liés à l'augmentation des coûts de production des entreprises situées en aval. Cela risquait

d'entraîner de l'inflation en relevant leur prix de vente, nourrissant ensuite le déclin de la demande. Par conséquent, avec le ralentissement de la croissance qui en découlait, c'étaient les recettes fiscales de l'État qui étaient en baisse. Dans ce cas, il y aurait un grand risque du déficit budgétaire public. Sinon, l'Etat pouvait également continuer à subventionner les prix d'achat des *inputs* en les maintenant de manière artificielle à un niveau faible, afin de soutenir la croissance des secteurs en aval. Dans ce cas, il obtenait des recettes fiscales supplémentaires, dues à la relance de l'activité de ces secteurs. Mais cela implique aussi un engagement de l'Etat à avancer des fonds pour que les entreprises se libèrent des contraintes financières accrues.

D'une manière ou d'une autre, en redistribuant des nouvelles recettes entre les différents secteurs, l'Etat donnait naissance à de nouveaux besoins qu'il lui fallait alors financer. Toutes choses égales par ailleurs, dans un pays où l'intermédiation financière est sous développée, les entreprises sont obligées d'utiliser le prix comme un mode de financement *ex-post* de la production. Cependant, cette politique de manipulation des prix ne pouvait plus être maintenue, parce que la libéralisation des prix a été mise en place et le système dual des prix a été officiellement aboli à partir de l'année 1988. Pour les entreprises étatiques, le recours à la manipulation des prix de vente a perdu tout son sens. De plus, le gouvernement ne leur attribuait plus de dotation pour financer l'investissement dont le montant était prévu par le plan. Le crédit bancaire devenait en effet un des moyens financiers principaux à garantir la continuité de leur financement.

a) L'importance du crédit bancaire dans la restructuration des entreprises publiques

Depuis la création des banques commerciales urbaines dans les années 1980, le crédit s'est substitué à ces dotations mais cette évolution n'est souvent pas encore prise en compte. En effet, pendant de nombreuses années, les entreprises publiques ont utilisé le crédit comme une subvention, la pratique étant de capitaliser les intérêts non payés. Les économistes occidentaux critiquent généralement que la mauvaise politique de crédit était à l'origine du problème des créances douteuses dans le système bancaire chinois. C'est vrai que, le crédit bancaire, jusqu'à récemment, était en grande partie dirigé vers les entreprises d'Etat inefficientes, excluant les entreprises privées performantes du financement externe. Dans les années 1990, les quatre grandes banques commerciales publiques (*Bank of China, China Construction Bank, Industrial and Commercial Bank of China et Agricultural Bank of China*) avaient l'ordre de prêter aux entreprises d'Etat. Les entreprises publiques soumettaient leurs

plans d'investissement et leurs demandes de financement qui avaient été approuvés au niveau de la province et au niveau central. Sur cette base, des quotas de prêt étaient attribués aux entreprises et aux banques. Puisque les entreprises privées ne se soumettaient pas aux plans d'investissement étatiques, elles étaient naturellement exclues des quotas de prêts. Le système a été libéralisé à la fin des années 1990 et il n'est, en théorie, plus en vigueur.

Toutefois, en pratique, il existe toujours un privilège aux entreprises étatiques et/ou une discrimination à l'encontre des entreprises privées sur le marché du crédit bancaire, car les fondamentaux économiques ont peu d'effets sur l'orientation des prêts bancaires, et les prêts par les banques publiques sont essentiellement déterminés par des intérêts politiques, tels que la production et la profitabilité des entreprises étatiques (Park et Sehr, 2001). En fait, la restructuration du secteur public, commencée dans les années 1980, a amélioré l'allocation du crédit (Cull et Xu, 2003). Durant les années 1990, où les transferts de financement direct vers les entreprises étatiques par le gouvernement sont revus, les banques ont été obligées de prendre en charge de renflouer les entreprises étatiques non rentables, ce qui contribue à diminuer l'efficacité des allocations de crédits des banques commerciales publiques. Pour la plupart des économistes occidentaux, dans un tel système, le principe de l'efficacité du crédit perd tout son sens : les entreprises d'Etat ne considèrent pas comme une dette réelle leurs engagements vis-à-vis des banques d'Etat. Dès lors, le crédit obtenu des banques d'Etat est considéré comme une quasi-subsidie de la part de l'Etat. Simultanément, les défauts de paiement liés aux prêts non performants ne sont plus à redouter par les banques, dans la mesure où elles ont la certitude d'être compensées pour les pertes qu'elles enregistrent par des recapitalisations de l'Etat. Au final, les prêts non performants pouvaient conduire à l'accumulation de créances douteuses des banques publiques.

Mais en réalité, l'octroi du crédit bancaire joue un rôle de liquidation de dettes pour faciliter la restructuration des entreprises publiques. En principe, pour être déclarée en faillite, une entreprise publique doit être en situation de cessation de paiement et d'ébranlement de crédit. Celle-ci doit ne plus pouvoir payer ses dettes et avoir perdu la confiance de ses créanciers (les banques publiques et l'Etat chinois). Par contre, pour qu'une entreprise publique soit mise en liquidation, il n'est pas du tout nécessaire qu'elle éprouve des difficultés financières. Dans les pays postsocialistes, il existe aussi des entreprises publiques très performantes au niveau de la technologie et de la productivité. Au cours de la transition économique, elles ont fait faillite à cause du durcissement des conditions de crédit. Autrement dit, ces entreprises étaient touchées par une crise de liquidité dans la mesure où l'entreprise ne

peut plus momentanément se financer à des conditions raisonnables, alors que sa solvabilité inter-temporelle et sa performance économique restent assurées.

La distinction entre insolvabilité et illiquidité permet à l'Etat chinois de ne pas privatiser massivement les entreprises publiques. S'il s'avère que l'entreprise ne peut pas rembourser ses dettes à un moment donné, mais qu'il existe une chance raisonnable d'amélioration de sa performance économique, le gouvernement chinois peut proposer un moratoire, contrôlé par la Commission nationale pour le développement et la réforme. Le moratoire consiste à bloquer toutes les dettes pendant la durée de cinq ans. Pendant cette période, les entreprises publiques ont toujours accès aux crédits bancaires pour financer leurs activités économiques. C'est un « gel » des dettes enregistrées en tant que créance douteuse au bilan des banques, qui sont donc mises en pause, le temps pour l'entreprise surendettée de se « refaire une santé » et donc le temps de récupérer la capacité de remboursement.

A l'issue de ces cinq années, suivant l'évolution de l'entreprise, plusieurs possibilités ont été proposées par la Commission nationale pour le développement et la réforme:

1) La situation de l'entreprise a évolué favorablement, il est possible désormais de rembourser tous les crédits auprès des banques publiques.

2) Si la situation de l'entreprise n'a pas suffisamment évolué mais il est possible d'éviter une faillite : la Commission orientera l'entreprise vers un investisseur étranger pour renforcer sa solvabilité.

3) Rien n'a changé, il est toujours impossible pour le surendetté de rembourser quoique ce soit : la Commission peut effacer partiellement les dettes, et le reste se transforme automatique en créance douteuse enregistrée dans le bilan des banques publiques.

Entre 1992 et 2002, la restructuration des entreprises publiques a été procédée directement sous contrôle directe de la Commission et de la Banque Centrale de Chine. Pendant dix ans, les banques chinoises ont assisté aux nombreuses liquidations des entreprises publiques jugées non compétitives. En dépit de leur nombre inconnu, les licenciements effectués dans les entreprises publiques et les entreprises collectives à partir de 1992 ont presque doublé le taux de chômage entre 1992 (2,3%) et 2002 (4,3%) selon les rapports annuels du Bureau statistique de Chine. Un grand nombre des entreprises publiques chinoises ont été mises en faillite sous la consigne de l'Etat et ensuite cédé leur part de marché aux nouvelles entreprises privées. Parallèlement, il existe également les entreprises publiques qui ont survécu à la période de restructuration et devenues très rentables au niveau financier et très compétentes au niveau technologique. Le prélèvement fiscal de leur revenu constitue une

des sources principales du budget de l'Etat et l'excédent de leur exploitation explique également la hausse de l'épargne des entreprises dans le système bancaire chinois.

b) Force et faiblesse de la politique expansive du crédit bancaire

Certes, le privilège d'accès au crédit bancaire pour la majorité des entreprises étatiques peut être interprété comme une variante de la subvention publique qui suscite des critiques au sujet du risque d'aléa moral. Il est tout à fait possible qu'une créance douteuse se transforme totalement en créance irrécouvrable et ensuite produise une détérioration de la qualité des actifs des grandes banques chinoises. En effet, ce genre de préoccupation n'est pas une fausse alerte. C'est exactement ce qui s'est passé au début des années 2000, c'est-à-dire à la fin de la restructuration des entreprises publiques.

Effectivement, l'application d'une politique de crédit expansive résulte d'un compromis lié aux différentes contraintes structurelles dans une économie de transition¹. En effet, la transformation du système économique s'est forcément accompagnée d'une hausse des besoins de financement des agents, liée à deux facteurs : 1) la libération des prix a augmenté le coût de production et le besoin de fonds de roulement des entreprises et 2) le changement des prix relatifs a entraîné des besoins de restructuration impliquant de nouveaux financements. C'est pourquoi il faut avoir absolument une vision à moyen et long terme pour procéder à la transition économique. Toutes les mesures à court terme risquent de produire des effets pervers et accroître encore l'incertitude. Une politique monétaire fortement restrictive pouvait être susceptible d'engendrer le développement d'un endettement inter-entreprises (impayés croisés). La généralisation des impayés peut paralyser l'ensemble du système de paiement à travers le développement de démonétarisation. La hausse des taux d'intérêt peut provoquer un phénomène d'anti-sélection dans le système bancaire, une accentuation du risque de système dans la sphère financière et un ralentissement de l'investissement et de la restructuration des entreprises. Tout cela pouvait accroître l'incertitude des réformes.

Durant la restructuration des entreprises publiques, l'Etat chinois a mis l'accent sur l'opération de refinancement de moyen et long terme à rassurer les entreprises publiques et les investisseurs potentiels en éloignant le risque de crise de liquidité et en corollaire celui de

¹ Cela ne signifie pas qu'une contrainte budgétaire lâche est plus favorable. Il s'agit plutôt de mettre en place une contrainte budgétaire effective d'une manière graduelle en accompagnant les mesures de restructuration des entreprises publiques.

défaut de remboursement du crédit. Au lieu de mettre en place une facilité exceptionnelle de prêt pour les banques, le gouvernement chinois a donné le consigne direct, à travers la Banque centrale, d'octroyer les crédits à taux très bas pour une durée de trois ou cinq ans afin de restructurer les entreprises publiques. Il avait deux objectifs : éviter une crise de liquidité et potentiellement un défaut de remboursement du crédit dans un contexte de très forte augmentation du coût de la liquidité lié à l'instabilité macroéconomique de la transition économique ; mais également empêcher un rationnement du crédit pour satisfaire au besoin de financement de la restructuration des entreprises. Enfin, la promesse de la recapitalisation donnée par la Banque centrale de Chine a largement soulagé les banques, cela permet également de stopper le mouvement de durcissement des conditions de crédit.

Par ailleurs, l'adoption du nouveau moyen de financement, c'est-à-dire le crédit bancaire, représente un progrès de la discipline financière par rapport à la subvention purement étatique dans l'ancienne période planifiée. L'Etat chinois, au lieu de subventionner sans limite les entreprises publiques, a confié à son système bancaire la responsabilité d'évaluer la performance des entreprises selon leur capacité de remboursement des prêts. Les banques, quant à elles, préoccupées par leur propre performance financière, ont plus intérêt à surveiller leur prêt.

Bien entendu, pour soutenir financièrement la restructuration des entreprises publiques, le système bancaire chinois a du supporter beaucoup de pertes liées aux prêts non performants. Bien que des réformes importantes du secteur bancaire aient été engagées par les autorités chinoises, elles apparaissent depuis longtemps bloquées en raison de la situation très critique où se trouvent les banques. La plupart des banques chinoises n'ont pas assuré de tâche de contrôle de risque du crédit octroyé aux entreprises publiques notamment dans les années 1980 et 1990. La Banque Centrale de Chine, à cette époque, n'exerce pas de contrainte stricte sur ces banques, l'absence de contrôle et de contrainte réelle se répercutant en chaîne jusqu'aux entreprises publiques. La plupart des banques commerciales sont le plus souvent issues des anciennes banques spécialisées et restent encore sous l'ordre à la Banque Centrale. Ainsi, les crédits accordés dépendent parfois plus des relations entre l'entreprise et la banque que de la performance financière ou de la rentabilité des projets de l'entreprise. La plupart des crédits aux entreprises publiques n'est d'ailleurs pas destinée à financer de nouveaux investissements mais à combler des problèmes immédiats de trésorerie liés à l'accroissement des prix.

Enfin, les principales banques publiques étaient largement sous-capitalisées au début de la réforme, dont la situation était sans doute la plus critique, parce qu'elles continuent de s'engager dans le financement d'entreprises publiques à bord de la faillite pour la raison économique et sociale, notamment la préoccupation de l'emploi. Le risque de faillites massives des entreprises empêchait les autorités monétaires d'imposer, de façon brutale, des règles très strictes de financement ou de refinancement. C'est sans doute aussi pourquoi il y eu de nombreuses opérations de refinancement des dettes accumulées qui ont été engagées dans le passé afin d'assainir la situation. Par conséquent, l'accumulation de mauvaises dettes risque être ensuite généralisée dans le secteur bancaire, d'autant plus que la hausse des taux d'intérêt réels évince surtout les entreprises rentables ou saines.

B - Surliquidité et répression financière au service de la croissance économique chinoise

« On peut également voir la surliquidité comme un avantage, si on sait l'utiliser correctement »¹. C'est donc la parole de Zheng Xinli, vice-président du Centre Chinois des Echanges Economiques Internationaux. Selon lui, le pays devrait plutôt imposer de nouvelles régulations et encourager financièrement l'investissement des liquidités excédentaires dans les domaines permettant une restructuration de l'économie. Il suggère officiellement la mise en place de régulations visant à diriger les excédents de liquidité vers les marchés des capitaux chinois en développement, à améliorer les structures industrielles et à soutenir les industries stratégiques.

L'intention de Zheng nous donne un message fort à propos de l'intervention de l'Etat sur le système financier. En fait, comme nous avons montré précédemment, d'une part, puisqu'une facilité exceptionnelle de prêt bancaire a été mise en place pour soutenir la restructuration des entreprises publiques, l'économie chinoise est depuis longtemps « plongée » dans la surliquidité. D'autre part, du fait qu'une grande partie des dettes des entreprises est transformée en créances douteuses du système bancaire chinois, la Banque Centrale de Chine a pratiqué des mesures de répression financière, par exemple, des taux d'intérêt directeurs extrêmement bas, dans le but d'effacer une part considérable de ces « dettes publiques » sous forme de créances irrécouvrables enregistrées au bilan des banques publiques.

¹ L'interview de China Daily publié en 03-03-2011

En effet, la surliquidité de l'économie chinoise est une solution de liquidation des dettes publiques. Plus concrètement, il s'agit de réduire la dette des entreprises en s'appuyant sur les actifs figurant aux bilans de ces dernières. Au travers des opérations de liquidation, l'Etat chinois a diminué les dettes des entreprises publiques en rachetant en masse leurs actifs « toxiques », et ensuite les a transformées en créances douteuses dans le système bancaire. Sans cela, les entreprises n'auraient pas d'autres solutions pour accéder aux crédits afin de satisfaire leur besoin de financement. Bien qu'une partie des dettes liées aux actifs toxiques se traduit en créances irrécouvrables des banques, la facilité exceptionnelle des prêts aux entreprises publiques a permis en somme de « réamorcer la pompe » des crédits pour soulager la condition du crédit et redonner du souffle à l'économie chinoise. En conséquence, la monnaie chinoise reste sous-évaluée pour faciliter l'exportation tandis que le marché boursier chinois est fortement stimulé grâce à une détente supplémentaire des taux longs. Ces opérations contribuent au rebond des indicateurs économiques, lesquels entraînent des anticipations favorables pour l'investissement et l'emploi. Ces effets de richesses positives stabilisent également le taux d'épargne ainsi que la consommation des ménages, moteurs indispensables à la reprise économique dans son ensemble et au renforcement d'une croissance autonome.

En résumé, pour mieux s'adapter à la transformation économique, la stratégie financière de l'Etat chinois a été mise en œuvre en trois étapes :

1. Une politique expansive de crédit s'accompagne avant tout de mesures « non standard » comme la facilité exceptionnelle de prêt aux entreprises publiques et l'injection de liquidités par des achats massifs d'actifs « toxiques » des entreprises.
2. Ensuite, certains actifs des entreprises ont été mis en liquidation et leurs dettes se sont traduites chez les banques en créances douteuses à travers des prêts non performants. Mais les pertes étaient enregistrées aux bilans bancaires au lieu de peser sur le déficit budgétaire de l'Etat.
3. La Banque centrale de Chine a pratiqué des taux d'intérêt réels négatifs pour augmenter la marge des intermédiations financières, et ensuite leur permet d'absorber les pertes liées aux créances irrécouvrables.

Par contre, sachant que cette surliquidité, qui inonde l'économie chinoise, peut conduire à un scénario inflationniste, elle n'est pas une panacée pour résoudre tous les problèmes structurels de l'économie. En d'autres termes, il faut que la facilité des prêts soit strictement exceptionnelle. Certaines mesures doivent également être mises en place pour prévenir des

effets secondaires (pression inflationniste et l'inefficacité d'investissement) de cette stratégie. En fait, le gouvernement chinois a depuis longtemps profité de l'abondance de main d'œuvre pour compresser le niveau salarial de sorte que la demande intérieure soit en faible augmentation. C'est donc un prix à payer par l'ensemble de classe ouvrière chinoise afin que la pression inflationniste ne se produise pas immédiatement.

1) La répression financière comme outil de restabilisation financière

L'un des principaux objectifs de la répression financière est de maintenir les taux d'intérêt réels à un niveau plus bas qu'ils ne le seraient sur un marché concurrentiel. Lorsque la répression financière aboutit à des taux d'intérêt réels négatifs, elle permet de liquider les dettes existantes et devient l'équivalent d'un impôt, c'est-à-dire un transfert des créanciers (épargnants) aux emprunteurs, dont l'état (Reinhart et Sbrancia, 2011).

Dans le chapitre 4, nous avons montré que selon l'étude de Giovannini et De Melo (1993), la répression financière représente une source importante des ressources gouvernementales, de l'ordre de 2% de PIB en moyenne, dans un certain nombre de pays en développement. En revanche, l'effet quasi fiscal de la répression financière existe également dans les pays développés. La répression financière peut effacer une part considérable de la dette publique grâce à « l'effet de liquidation » (Reinhart et Sbrancia, 2011) qui a un résultat équivalent à une augmentation des recettes publiques et a été utilisée dans de nombreux pays.

Tableau 5 : La contribution de la répression financière à la recette fiscale avant la libéralisation financière

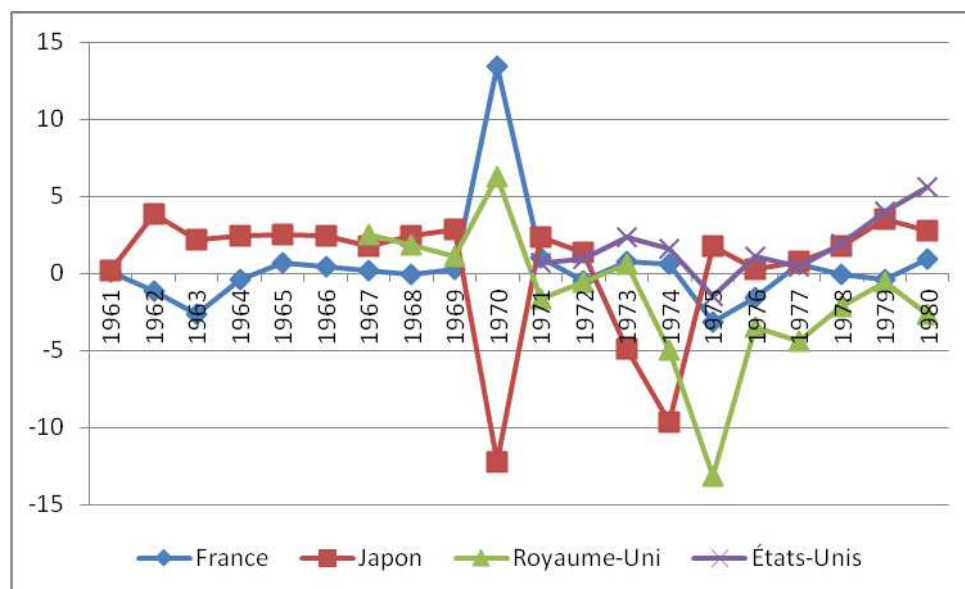
Pays	Période	Recettes résultant de l'effet de liquidation en pourcentage	
		du PIB	des recettes fiscales
Afrique du Sud	1945-74	1,2	8,9
Argentine	1944-74	3,2	19,3
Australie	1945-68, 1971, 1978	5,1	20,3
Belgique	1945-74	2,5	18,6
États-Unis	1945-90	3,2	18,9
Inde	1949-80	1,5	27,2
Irlande	1965-90	2,0	10,3
Italie	1945-70	5,3	127,5
Suède	1945-65, 1984-90	0,9	6,5
Royaume-Uni	1945-80	3,6	26,0

Source: Reinhart et Sbrancia (2011).

Historiquement, la répression financière a contribué d'une manière importante à la réduction du déficit public et du niveau de l'endettement public, notamment dans les pays développés. Après la Seconde Guerre mondiale, les accords de Bretton Woods ont mis en place des taux de change fixes et une réglementation stricte des marchés de capitaux intérieurs et internationaux. Il en est résulté des taux d'intérêt nominaux très faibles et des poussées d'inflation plus ou moins prononcées dans les pays développés. A cette époque là, même dans les pays développés, les taux d'intérêt réels étaient très faibles voire négatifs¹ pour réduire le coût financier et stimuler l'investissement.

¹ Il s'agit des bons du trésor, des taux d'escompte de la banque centrale, des dépôts ou des prêts, et sont restés systématiquement inférieurs (négatifs en moyenne).

Graphique 37 : Taux d'intérêt réel (%)



Source : A partir des données fournies par la Banque Mondiale, données statistiques en 2012, disponibles à l'adresse : <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/>

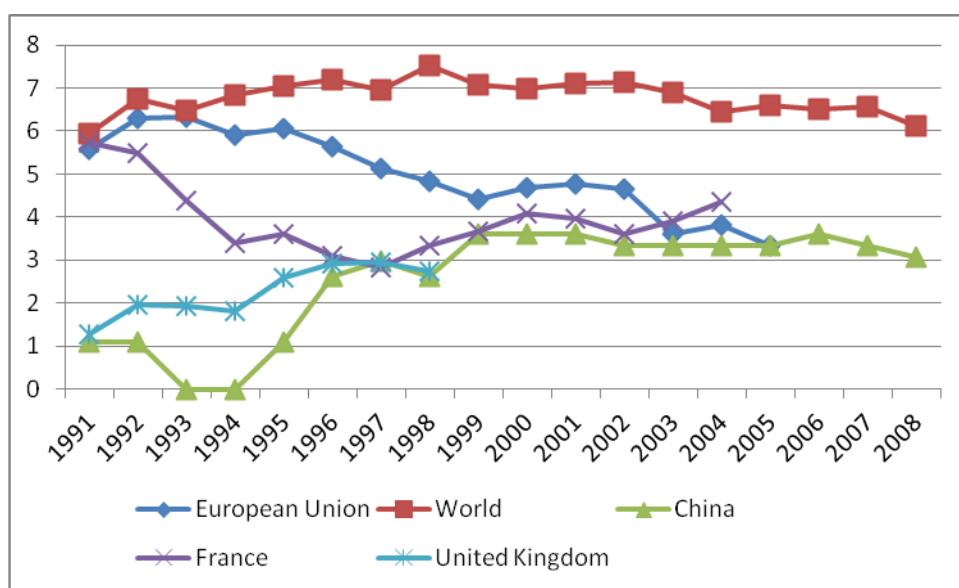
L'effet de « liquidation » de la répression financière a également été adopté par l'Etat chinois afin de réduire le niveau de l'endettement des entreprises publiques. En effet, la Banque centrale de Chine a maintenu un taux d'intérêt très bas depuis les années 1990. Selon notre critique sur la libéralisation financière, le niveau élevé des taux d'intérêt n'est pas toujours favorable au financement de l'activité économique, parce qu'il constitue un blocage dans le recyclage de liquidité à des fin productives. Dans le chapitre 4, nous avons montré que cette hausse exclut une partie des emprunteurs du circuit de financement formel engendrant un problème d'anti-sélection. Ce dernier est également un obstacle au développement des activités tant pour les entreprises que des banques elles-mêmes. Dans un contexte où les entreprises publiques étaient moins performantes et les acteurs privés étaient en plein démarrage, une hausse des taux d'intérêt aurait engendré une hausse de la proportion des créances douteuses et un coût de financement très lourd pour les PME. L'augmentation des risques de défaut qui en résulte aurait pu entraîner une hausse de la probabilité de l'occurrence des crises financières.

A cet égard, une faiblesse des taux est nécessaire pour encourager les emprunts moins risqués et favorables au développement des entreprises qu'elles soient publiques ou privées et, par effet de ricochet, à celui du système bancaire. En outre, elle permet aussi de réduire la part

du financement informel auquel ont recours souvent certains emprunteurs exclus du circuit formel de financement, ce qui permet aux États, par le biais des impôts, de récolter une part des recettes qui, sinon, leur échapperait autrement. Ainsi, toute chose égale par ailleurs, une telle situation peut être favorable à l'ensemble de l'activité économique c'est à-dire à la croissance, à l'emploi et au développement.

De plus, l'écart des taux d'intérêt entre prêt et dépôt en Chine est largement au-dessous du niveau mondial et inférieur aux niveaux de certaines économies développées (voir le graphique 38).

Graphique 38 : Écart des taux d'intérêt (taux de prêt moins taux de dépôt, %)



Source : A partir des données fournies par la Banque Mondiale, données statistiques en 2012, disponibles à l'adresse : <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/>

Bien que 3% de l'écart ne soit pas négligeable, par rapport aux pays développés qui ont libéralisé leur système financier, celui de la Chine est plus petit et largement au-dessous du niveau mondial. En effet, même pour les partisans de la libéralisation financière, l'écart des taux d'intérêt peut être interprété comme contribution du secteur bancaire pour baisser le coût de financement en faveur de la croissance économique. Par conséquent, il nous semble que le système bancaire chinois ait été pendant longtemps exécuter de la facilité exceptionnelle du prêt avec les taux d'intérêt très faibles. La mauvaise performance des banques chinoises dans cette période a été fortement critiquée dans les années 1990. Toutefois, ces critiques ne sont pas toujours pertinentes. Comme on l'a souligné au paragraphe précédent, un niveau du taux

d'intérêt très faible permettait aux entreprises publiques de diminuer leur coût de production et leur prix de vente. C'est donc un bon moyen pour lutter contre l'inflation dans les années 1990. En général, l'analyse détaillée des sources de la croissance économique (Zheng et al., 2009) montre qu'en Chine, comme dans les autres pays émergents d'Asie, la croissance a essentiellement reposé au cours des 30 dernières années sur l'accumulation du capital productif : accumulation du capital humain d'abord, grâce à la phase la plus favorable de la transition démographique, accumulation du capital physique ensuite, grâce à l'investissement des industries d'État, puis des entreprises collectives qui ont cherché à partir du milieu des années 1980 à faire émerger un tissu industriel au niveau des villes moyennes.

Mais toutes ces facteurs de la croissance économique risquent d'être bloqués par la dégradation des conditions de crédit. Si c'est le cas, la relance de l'économie chinoise et la restructuration des entreprises publiques vont être remises en cause. De ce point de vue, la combinaison entre la répression financière et la facilité exceptionnelle de prêt ont d'une certaine manière permis au système productif chinois de s'auto-entretenir à l'écart de toute contrainte financière. Enfin, il ne faut pas oublier que les mouvements de capitaux étrangers notamment les flux de sortie sont sévèrement contrôlés par les autorités monétaires. Grâce à cette mesure, les revenus sont systématiquement réinjectés dans les banques qui, en surliquidité, les réemploient ensuite dans de nouvelles constructions de capacités.

2) Recyclage des réserves de change et fonds souverains

Aujourd'hui, les critiques contre le taux de change du yuan sous-évalué¹ se multiplient avec l'accumulation des réserves de change dans le bilan de la Banque Centrale de Chine. En principe, la Banque Centrale de Chine répercute les mouvements de taux américains sur les opérations en dollar effectuées sur le territoire chinois. Les taux d'intérêt pour les opérations en dollar étant inférieurs à ceux pour les opérations en yuan, il y a comparativement une augmentation de l'endettement en dollar et des dépôts - mieux rémunérés - en yuan. Au niveau international, la question de la sous-évaluation du yuan n'est pas véritablement controversée, l'ensemble des experts s'accordent pour affirmer la sous-évaluation du yuan. La Banque Centrale de Chine voit en conséquence ses réserves en devises (quasi intégralement libellées

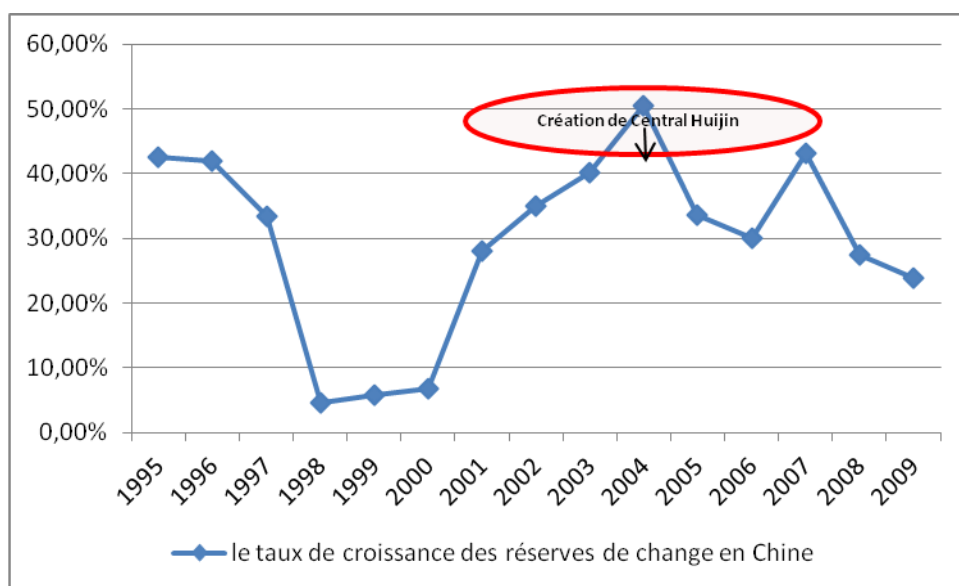
¹ Des voix critiques aux Etats-Unis et dans d'autres pays développés accusent la Chine de maintenir volontairement la valeur de sa monnaie à un niveau faible, pour pouvoir exporter plus facilement ses produits.

en dollar) augmenter très fortement depuis 2000. Selon certains experts, l'abondante réserve de change pose des problèmes de plus en plus importants de maîtrise ('stérilisation') de ces liquidités. Parce qu'avec la hausse des réserves de change dans les années récentes, le coût de stérilisation est devenu de plus en plus lourd.

Cette préoccupation semble assez convaincante, mais sous une hypothèse : le coût de stérilisation (lié au taux d'intérêt des titres publics à travers l'opération d'*open market*) est supérieur à la rentabilité de la mobilisation des réserves de change¹. En revanche, si on considère que les réserves de change constituent une « épargne publique spéciale », il est faisable voire préférable que la mobilisation de cette « épargne spéciale » apporte des revenus pour compenser le coût de la stérilisation.

Sous impulsion de cette idée, le gouvernement chinois a décidé d'inaugurer un investisseur public chinois : *Central Huijin*.

Graphique 39 : Le taux de croissance des réserves de change en Chine %



Source : Les rapports annuels de la Banque Centrale de Chine, 2000-2010

¹ En réalité, l'autorité monétaire chinoise achète les Bons du Trésor américain. Si la rentabilité des Bons américains est supérieure au coût de l'émission des titres publics chinois, la Chine pourrait toujours profiter de sa politique de change de sous évaluation sans contraindre l'accumulation des réserves de change en dollar dans le cas où ce dernier est toujours accepté comme liquidité internationale.

a) La création du fonds souverain : Central Huijin

Le fonds d'investissement *Central Huijin* est, depuis 2003¹, l'acteur central, parfaitement opaque et méconnu, de la scène bancaire et financière chinoise. En l'espace de trois ans, ce fonds gouvernemental a construit un véritable empire bancaire et financier. *Central Huijin Investment Company Ltd* est au secteur bancaire et financier chinois ce qu'est la *State Asset Supervision and Administration Commission* (SASAC) au secteur industriel, à la fois le bras armé de l'Etat, le holding et le principal vecteur des réformes. *Central Huijin* naît très discrètement le 16 décembre 2003, richement dotée par un prélèvement (déjà) sur les réserves de change de l'Etat chinois. Elle est alors placée sous le contrôle de deux puissantes entités administratives et néanmoins rivales : la Banque centrale de Chine et le Ministère des Finances (MOF) (néanmoins, *Central Huijin* est avant tout le bras d'investissement de la Banque centrale de Chine). Elle se voit alors confier deux missions principales : devenir la holding de tête des quatre grandes banques publiques chinoises et réguler le système des marchés financiers. Le gouvernement chinois espère par là réformer et assainir en partie son système bancaire et financier.

b) La recapitalisation des banques publiques par le recyclage des réserves de change

Dans un premier temps, *Central Huijin* prend le contrôle direct des deux grandes banques publiques qui détiennent les trois quarts des actifs financiers chinois, avec – techniquement – des parts qui peuvent varier : 100% pour la *China Construction Bank* (CCB), 85% pour la *Bank of China* (BOC). Ces banques étaient dans une situation préoccupante. Au tournant des années 2000, les prêts des quatre banques atteignent des encours de 1 600 milliards de dollars, dont 600 milliards de dollars de prêts non performants, soit 40% du PIB chinois.

Pour résoudre ce problème de fragilité bancaire, *Central Huijin* (CH) recycle une partie des réserves de change dans leur recapitalisation. En 2003, *Central Huijin* procède à une vaste augmentation de capital pour 22.5 milliards de dollar dans CCB et pour la même somme dans BOC. En mars 2005, c'est l'*Industrial and Commercial Bank of China* (ICBC) qui se voit attribuer 15 milliards de dollar.

¹ Le moment où le taux de croissance des réserves de change a atteint au sommet.

En janvier 2007, le gouvernement chinois a lancé un autre projet d'investissement plus ambitieux, en regardant cette fois hors des frontières chinoises. Le montant exceptionnel des réserves de change et la situation de surliquidités de l'économie chinoise justifient ce bond en avant. La décision a été prise lors de la dernière Conférence nationale financière de mi-janvier 2007 : une partie des réserves de change va être recyclée sous la forme d'investissements dans des secteurs productifs du marché domestique et international. Ces investissements seront alors gérés par deux entités gouvernementales : Central Huijin et la toute nouvelle *State Foreign Exchange Investment Company*. Central Huijin interviendra de nouveau dans le système financier mais avec cette fois-ci une tout autre mission : le recyclage d'une partie des réserves de change à investir sur le marché domestique ; et le *State Foreign Exchange Investment Company* est devenu un véritable fonds souverain pour gérer les actifs au niveau international.

Jusqu'ici, nous avons présenté un schéma général caractérisant les outils et la procédure de la réforme financière chinois pour mieux libérer la contrainte financière interne et externe à court terme, soutenir la restructuration du secteur publique à moyen terme et stimuler la croissance économique à long terme. Certaines mesures sont passives et exceptionnelles, comme la facilité de prêt aux entreprises publiques; d'autres sont actives, comme la sous évaluation du yuan et la création du fonds souverain en vue de mobiliser les réserves de change. Tout cela montre qu'aujourd'hui, contrairement à ce que préconisent les théoriciens de la libéralisation financière, l'Etat chinois, en s'appuyant sur certains effets de la répression financière, a réussi de stabiliser son système financier et de maintenir son équilibre budgétaire. Enfin, cet environnement macroéconomique du pays a stoppé le mouvement du durcissement de crédit et a produit une condition de financement adéquate en faveur des investissements à moyen et long terme. Bien que la trajectoire du développement économique chinois et sa modalité de financement impliquent certaines limites, elles ont montré une voie alternative, notamment pour les pays en développement et en transition, à financer leur développement économique d'une manière relativement plus autonome tout en profitant de certains effets positifs de la libéralisation financière.

Conclusion

Le système financier chinois, qui se base sur les banques publiques et écarte tout rôle joué par les marchés, est toujours largement dominé par l'Etat. En effet, depuis la réforme économique, l'Etat chinois est intervenu régulièrement et massivement dans le secteur financier à travers la création d'institutions financières et l'allocation de crédit. Il faut souligner que ce modèle de financement dominé par l'Etat n'est pas dénué de tout intérêt. Pour certains auteurs comme Stiglitz (1994), les bienfaits de la participation de l'Etat dans le secteur financier ne reviennent pas seulement au secteur public mais également au secteur privé¹. Sur le plan empirique, l'expansion économique de la France durant les trente glorieuses témoigne de l'efficacité du capitalisme d'Etat et de l'importance de l'intervention de l'Etat dans le système financier. En Asie, la Corée du Sud a adopté ce modèle de financement à partir des années 1960 qui a également porté les très bons résultats afin de rejoindre le rang des pays développés. Ce n'est qu'à partir du début des années 1980, le courant néolibéral a regagné le terrain. L'intervention de l'Etat dans le système financier était rejetée par les partisans de la libéralisation financière et du marché qui estiment que cette intervention ne fait qu'entraver l'activité sur le marché financier et l'activité économique en général. Par contre, ils ont complètement négligé l'effet positif du système financier dominé par l'Etat sur la croissance économique dans les pays développés durant les trente glorieuses.

En Chine, le rôle important des banques publiques réside non seulement dans la collecte de l'épargne domestique² mais surtout dans l'orientation optimale du crédit. Stiglitz (1994) considère l'orientation du crédit comme un moyen efficace d'intervention de l'Etat qui lui permet d'assurer la stabilité macroéconomique. Or, en Chine, ce moyen financier, souvent mis en place au nom du crédit politique sous la consigne de l'Etat, a deux objectifs majeurs :

- Améliorer la productivité par la modernisation industrielle : les agents privés peuvent ne pas investir à suffisamment longtemps dans le développement des nouvelles technologies et la modernisation industrielle. L'intervention de l'Etat pour orienter le

¹ L'importance de participation du gouvernement dans le système financier n'est pas un sujet nouveau. Gerschenkron (1962) est le premier auteur moderne qui défend la participation du gouvernement dans le système financier et l'efficacité des banques publiques à encourager l'épargne, l'accumulation du capital et la croissance de la productivité.

² C'est parce que les banques étatiques chinoises ont un accès aux dépôts moins coûteux étant donné qu'elles disposent des garanties implicites de l'Etat.

crédit vers les activités intensives en technologie et à forte valeur ajoutée est très important pour améliorer la croissance économique.

- Promouvoir les exportations : Comme pour les autres pays en développement, la Chine cherche également à produire pour substituer les importations puis à exporter. L'Etat chinois s'engage pour orienter le crédit domestique et les capitaux étrangers vers les activités exportatrices. De plus, la promotion d'exportation signifie encourager les entreprises domestiques à améliorer leur performance étant donné qu'elles doivent faire face à la concurrence des firmes étrangères après l'adhésion de la Chine à l'OMC. Donc, en encourageant les exportations, l'Etat encourage le développement des entreprises domestiques et leurs performances.

Dans ce chapitre, nous avons illustré une image complète du système financier chinois et son évolution dans ces trente dernières années. L'objectif du chapitre ne consiste pas à prêcher l'avantage absolu de ce modèle de financement. Il s'agit plutôt de chercher un équilibre entre les différentes forces qui peuvent influencer l'apport du système financier à la croissance économique. Selon notre étude, l'une des plus grandes faiblesses du système financier se trouve dans son mécanisme de transformation des ressources à court terme vers des prêts à moyen et long terme en faveur de l'accumulation du capital productif. L'intervention de l'Etat, au travers des différentes politiques (taux de change, taux d'intérêt, facilité exceptionnelle de prêt et filtrage des capitaux, etc.) a permis aux intermédiaires financiers domestiques de renforcer leur capacité du financement à moyen et long terme dans un contexte macroéconomique stable. A cet égard, les mesures de réglementation bancaire internationale, dont les objectifs consistent à lutter contre la prise de risque excessive, ont parfois aggravé la condition de crédit au lieu de l'améliorer. Cependant, depuis octobre 2011, les autorités chinoises ont adopté des mesures visant à s'aligner sur le ratio de liquidité mis en place dans Bâle III. Ces mesures n'entreront en vigueur qu'à partir de 2015 (China Banking Regulatory Commission, 2010)¹. Ce changement de politique peut être interprété de trois manières : (1) il peut être le résultat du gradualisme chinois c'est-à-dire de la volonté des autorités chinoises de mettre en place des politiques économiques favorables au financement du développement pour ensuite s'aligner sur des règles strictes dès que celles-ci auront produit des résultats notables en termes de développement économique ; (2) il peut également s'expliquer par les critiques adressées au système bancaire chinois par beaucoup d'économistes occidentaux qui le considèrent comme son talon d'Achille ; (3) il peut découler

¹ *Rapport annuel de la Commission de Régulation bancaire de Chine*, 2010, p. 70.

de la prudence des autorités chinoises au regard de la crise financière qui a secoué les pays développés à partir de 2007. Ainsi, nous constatons une tendance de standardisation internationale au niveau de réglementation bancaire en Chine. Mais toutes ces mesures sont mises en place d'une manière très graduelle sous la condition que le secteur financier reste dominé par les banques publiques qui monopolisaient l'activité d'octroi de crédit et de prestation de services financiers.

Enfin, l'apport de McKinnon et Shaw n'a pas tenu compte de certaines conditions initiales et la priorité des objectifs macroéconomiques des pays en développement. Même si la libéralisation financière et l'internationalisation des marchés financiers ont contribué à une forte croissance dans les pays en développement, cette croissance s'avérait instable depuis ces vingt dernières années. L'instabilité de la croissance est expliquée par les différentes crises financières qu'a connues l'économie mondiale. Notamment la crise, déclenchée en 2007 sur le marché américain des *subprime*, montre la fragilité du modèle de croissance soutenu par le courant de libéralisation financière. Pour les pays en développement dont les systèmes financiers sont *a priori* plus vulnérables, il ne faut surtout pas transposer le modèle de financement des pays développés dans leur propre condition économique. A cet égard, le cas de la Chine semble intéressant et mérite d'être analysé avant d'admettre uniquement et aveuglement le concept de libéralisation financière.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Cette thèse avait pour objectif d'étudier la transformation du système financier chinois dans un contexte de libéralisation financière afin de chercher un modèle de financement alternatif en faveur du développement économique des pays en développement. Elle a montré que l'expérience de la transition financière en Chine est riche en ce qui concerne les questions de libéralisation financière. Pendant plus de trois décennies, l'économie chinoise a eu une longue expérience de réformes financières et monétaires qui peut, sans doute, servir de modèle dans d'autres situations. Parmi les résultats auxquels nous sommes parvenus, nous pouvons citer la complexité de régulation macroéconomique liée à la déréglementation financière dans les pays développés, le faible apport de la libéralisation financière à l'économie réelle des pays en transition, les critiques contre les approches de libéralisation financière, les effets de l'instabilité financière dans l'étude de la relation entre l'ouverture financière et la croissance économique et la prise en compte du cas particulier de la transition financière chinoise. Chacun de ces points implique que la mise en place des politiques de libéralisation financière ait connu des évolutions et se soit progressivement adaptée au contexte particulier des pays concernés. Les difficultés qu'ont connues les pays en développement ou en transition, dans un contexte d'intégration financière internationale sous l'influence idéologique des grandes institutions financières internationales, constituent les causes profondes des crises récurrentes depuis les années 1990 et révèlent clairement les limites de la libéralisation financière.

Depuis McKinnon et Shaw (1973) et leurs écrits sur la répression financière, la libéralisation financière occupe un statut dominant dans l'explication du développement financier et économique. Dans cette thèse, nous avons montré que non seulement la libéralisation financière ne permet pas un renforcement des systèmes financiers dans les pays en développement, mais également que ses effets sur la croissance de l'économie réelle sont mitigés à cause des risques supplémentaires qu'elle produit. Du fait que la libéralisation s'accompagne généralement du démantèlement de toutes les contraintes et de tous les moyens d'encadrement du système financier, les pays concernés ont souvent du mal à maintenir un niveau adéquat de dépendance financière avec laquelle la libéralisation financière a été menée de sorte que les effets pervers des chocs externes soient minimisés. Au travers des observations sur les récentes crises financières dans certains pays en développement, nous constatons que dans toutes les crises financières évoquées, il y a une période de fort afflux de

capitaux étrangers qui fragilise à terme la structure de financement national à la suite de l'ouverture et de la déréglementation financière. Parce qu'après le démantèlement du contrôle des capitaux, ces derniers peuvent sortir comme ils sont entrés sans aucune contrainte. En conséquence, il est nécessaire mais insuffisant de mettre en place un processus d'ouverture financière de façon graduelle, mais il faudrait d'avantage appliquer un système sélectif sur les flux de capitaux étrangers pour améliorer la part des financements à moyen et long termes.

Aujourd'hui, il existe un grand nombre d'études sur le lien entre le développement financier et les instabilités financières. Selon ces études, bien que la libéralisation financière favorise le développement financier, celui-ci se traduit probablement par des risques financiers supplémentaires. Ainsi, les effets favorables du développement financier sur le développement économique ne deviennent une réalité que lorsque la stabilité financière est assurée. Autrement dit, l'une des conditions essentielles permettant au système financier de contribuer à la croissance économique est sa stabilité. Pour que cette condition soit satisfaite, le désengagement de l'Etat dans le système financier ne s'avère ni nécessaire, ni souhaitable pour plusieurs raisons.

D'abord, l'équilibre des finances publiques fait partie de la stabilité financière du pays. Dès le début de notre thèse, nous avons souligné le lien étroit entre instabilité financière et instabilité macroéconomique. Les finances publiques d'un pays, qui font partie intégrante de la stabilité macroéconomique, peuvent paraître saines mais tout en étant vulnérables du fait des faiblesses sous-jacentes qui menacent la situation budgétaire future et empêchent le gouvernement de faire face aux difficultés rencontrées dans sa politique budgétaire (Daniel et al., 2006). Les pays en développement sont plus souvent confrontés à des chocs (fluctuations de la balance des paiements, renversement des flux de capitaux et dégradation de la « note financière ») qui peuvent ébranler les finances publiques, directement ou indirectement. Des chocs extérieurs peuvent entamer les recettes publiques, imposer des dépenses urgentes et rendre le financement à la fois plus coûteux et plus difficile¹. C'est pourquoi les autorités financières des pays doivent surveiller de plus près le niveau de dépendance financière vis-à-vis des prêteurs étrangers. Autrement dit, bien que la libéralisation financière ait enrichi les sources des finances publiques des pays, la hausse de la dépendance financière du pays, caractérisée par le niveau élevé de l'endettement en devises étrangères, s'accompagne souvent d'une augmentation de la vulnérabilité financière du pays. A cet égard, il est souhaitable que

¹ Aujourd'hui, la crise de l'Euro montre que les pays développés ne sont plus à l'abri.

les pays constituent des réserves en temps utile afin de puiser sur ces ressources en période de crise. En effet, les pays peu endettés peuvent accroître leur déficit budgétaire par l'emprunt international en cas de crise, sans perdre la confiance des marchés. En revanche, les pays, qui sont déjà trop dépendants de l'endettement étranger, ne disposent pas de ce genre de marges de manœuvre et sont souvent contraints à des politiques d'austérité et n'ont guère la possibilité d'opter pour des politiques budgétaires contra-cycliques. Les mesures de compression budgétaire risquent davantage d'affaiblir l'investissement et la croissance voire de menacer le niveau de liquidité du système financier.

Ensuite, il ne faut pas négliger certains effets positifs de la répression financière. Dans le sixième chapitre, nous avons parlé de la répression financière comme outil de (ré)stabilisation financière qui a permis au gouvernement chinois d'avoir conservé une grande partie des entreprises publiques au lieu de les privatiser. Ces entreprises, souvent surendettées et non rentables à cause du sureffectif, ont du mal à se financer sans le concours de l'Etat. Dans tous les pays en transition, nous constatons que la transformation du système productif et financier était fortement perturbée par la croissance des défauts de paiements et des restructurations de la dette publique. C'est l'une des raisons pour laquelle les autorités des pays concernés ont choisi à tout prix de privatiser leur secteur public et d'ouvrir leur compte de capital pour attirer les capitaux internationaux. En Chine, cette restructuration s'opère plus subtilement, prenant la forme de répression financière. Dans un premier temps, les banques commerciales publiques, sous les directives de l'Etat chinois, ont accordé une facilité exceptionnelle de prêt aux entreprises afin de réduire leur niveau d'endettement et de financer de nouveaux investissements. En contrepartie, une grande partie des prêts, jugés non performants, a été transformée en créances douteuses et enregistrée dans le bilan des banques publiques. En effet, ces créances douteuses peuvent être considérées comme une dette publique pour financer la restructuration des entreprises publiques. Par conséquent, il fallait que la Banque centrale de Chine maintienne des taux d'intérêt réels négatifs, qui équivalent à une « taxe financière » sur les épargnants pour à la fois « éponger » ces dettes et compléter les recettes publiques.

Au final, on peut comprendre que le paradoxe de l'économie chinoise, c'est-à-dire la coexistence entre une excellente croissance économique et un système financier en apparence fragile, n'est qu'un phénomène temporaire pour restructurer les dettes publiques. Ayant prévu de l'accumulation des dettes publiques après la transition économique puis durant la restructuration des entreprises publiques, les autorités chinoises se sont fermement laissées convaincre de la nécessité de taux d'intérêt stables et faibles et du crédit dirigé. Tous ces

moyens financiers comme les crédits orientés et les restrictions des mouvements de capitaux adoptées à cette période trouvent plus ou moins leur origine dans les dispositifs de politique financière qui avaient sévi dans de nombreux pays dits développés durant les grandes crises financières dans les années 1930 (Reinhart, 2012, p. 39) et pendant les trente glorieuses.

Notre présent travail peut être complété par l'étude de la dynamique des crises des pays en développement à cause des sorties de capitaux et le rôle du régime de change dans la préservation de liquidité du système financier domestique. Sur le plan empirique, nous pouvons envisager de construire un indicateur qui renseigne sur le lien entre le niveau de liquidité domestique et les entrées des capitaux étrangers en Chine. Nous pouvons également préciser les coûts de l'intervention publique dans le contrôle des mouvements de capitaux et les points faibles du capitalisme d'Etat. Dans le cadre de l'étude du système monétaire et financier international, nous pourrions étudier les asymétries monétaires entre les pays centre-périphérie et les effets sur la politique monétaire des pays en développement. Ces analyses permettraient d'identifier les risques potentiels de l'intégration internationale du système financier chinois dans les années à venir.

BIBLIOGRAPHIE

- Agénor, P., Aizenman, J. et Hoffmaister, A., 2004. The credit crunch in East Asia: what can bank excess liquid assets tell us?. *Journal of International money and Finance*, pp. 27-49.
- Aglietta, M., 1976. *Régulation et Crises du Capitalisme*. Paris: Calmann-Lévy.
- Aglietta, M., 1988. L'ambivalence de l'argent. *Revue française d'économie*, 3(3), pp. 87-133.
- Aglietta, M., Orléan, A., 1982. *La violence de la monnaie*. Paris, PUF.
- Aglietta, M., Orléan, A., (dir), 1998. *La monnaie souveraine*. Paris, Odile Jacob.
- Aglietta, M., Orléan, A., 2002. *La monnaie entre violence et confiance*. Paris, Odile Jacob.
- Aglietta, M., 2008. *Macroéconomie financière*. Paris: La Découverte.
- Akerlof G., et Shiller R., Les esprits animaux, Comment les forces psychologiques mènent la finance et l'économie, Pearson, 2009.
- Ahluwalia, P., 2000. Discriminating contagion : an alternative explanation of contagious crises in emerging markets. *IMF Working Paper, WP/00/14, February*.
- Albert, A. et Modigliani, F., 1963. The 'life-cycle' hypothesis of saving: aggregate implications and tests. *American Economic Review*, 53(1), p. 55-84.
- Allégret, J., Courbis et Dulbecco, P., 1999. Financial Liberalisation and Stability of the Financial System in Emerging Markets: the institutional dimension of financial crises. *Working Papers, CERDI*, Issue 18.
- Allégret, J., 2000. Quel rôle pour les contrôles des mouvements internationaux de capitaux dans la nouvelle architecture du système financier international ? *Economie Internationale*, N°81, pp.77-108.
- Allégret, J. et Le Merrer, P., 2007. *Economie de la mondialisation – opportunités et fractures*. Paris, De Boeck.
- Amable, B., Chatelain, J.-B. et De Bandt, O., 2002. Optimal capacity in the banking sector and economic growth. *Journal of Banking et Finance*, Volume 26(2-3), pp. 491-517.
- Andreff, W., 2007. Économie de la transition. La transformation des économies planifiées en économies de marché. *Revue d'études comparatives Est-Ouest*, 38(4), pp. 232-238.
- Arestis, P., Demetriades, P., Fattouh, B. et Mouratidis, K., 2002. The Impact of Financial Liberalization Policies on Financial Development: Evidence from Developing Economies. *International Journal of Economics and Finance*, 7(2), pp. 109-121.
- Arrieta, G., 1988. Interest Rates, Saving, and Growth in LDCs : An assesement of Recent Empirical Research. *World Development*, 16(5), pp. 589-605.

- Asaftei, G. et Kumbhakar, S. C., 2008. Regulation and Efficiency in Transition: The Case of Romanian Banks. *Journal of Regulatory Economics*, Issue 33, p. 253–282.
- Ayyagari, M., Demirgüç-Kunt et Beck, 2003. Small and Medium Enterprises across the Globe: A New Database. *World Bank Policy Research Working Paper*, Issue 3127.
- Bai, C., Lu, J. et Tao, Z., 2006. The Multitask Theory of State Enterprise Reform. *American Economic Review*, 96(2), pp. 353-357.
- Baran, P., 1957. The Political Economy of Growth. *Monthly Review Press*.
- Barro, J., 1991. Economic Growth in a Cross Section of Countries. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(2), pp. 407-443.
- Beckerman, P., 1988. The consequences of upward financial repression. *International Review of Applied Economics*, juin, 2(1), pp. 233-249.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A. et Levine, R., 2003. Law and Finance : Why Does Legal Origin Matter ?. *Journal of Comparative Economics*, pp. 653-675.
- Bell, M., Khor, H. et Kochhar, K., 1993. China at the threshold of a market economy. *Occasional Pape*, Issue 107.
- Bencivenga, V. et Smith, B., 1992. Deficits, Inflation, and The Banking System in Developing Countries : The Optimal Degree of Financial Repression. *Oxford Economic Papers*, 44(4), pp. 767-790.
- Berger, Allen, N. et Hasan, I., 2003. Further Evidence on the Link between Finance and Growth. *World Bank Working Paper*, Issue Series 3105.
- Berger, A. N., Hasan, I. et Kla, L. F., 2003. Further Evidence on the Link between Finance and Growth. *World Bank Working Paper Series 3105*.
- Berglöf, E. et Bolton, P., 2002. The Great Divide and Beyond: Financial Architecture in Transition. *The Journal of Economic Perspectives*, 16(1), pp. 77-100.
- Berthomieu, C. et Ri, A., 2009. A propos du processus et des effets de la libéralisation financière dans les pays en transition. *PANOECONOMICUS*, Issue 4, pp. 453-473.
- Bhagwati, J., 1998. The capital myth: The difference between trade in widgets and dollars. *Foreign Affairs*, May/Jun, 77(3), pp. 7-12.
- Bird, G. et Rajan, R., 2000. Restraining International Capital Flows: What does it Mean?. *Global Economic Quarterly.1, forthcoming*.
- Blundell-Wignall, A., Cavaglia, S. et Browne, F., 1991. Financial liberalisation and consumption behavior. *OECD Department of Economics and Statistics Working papers*, Mars.Issue 81.
- Bonin, J., Hasan, I. et Wachtel, P., 2005. Bank Performance, Efficiency and Ownership in

- Transition Countries. *Journal of Banking et Finance*, Issue 29, pp. 31-53.
- Bosworth, B. et Collins, S., 2003. The Empirics of Growth: An Update. *Brookings Papers on Economic Activity*, Issue 2.
- Boubakri, N., Cosset, J.-C. et Guedhami, O., 2005. Liberalization, Corporate Governance and the Performance of Privatized Firms in Developing Countries. *Journal of Corporate Finance*, 11(5), pp. 767-790.
- Boumendil, J., 2002. Le « modèle » russe : paiements déficients et intermédiation absente. Dans: *Analyses économiques de la transition postsocialiste*. Paris: La Découverte, pp. 195-217.
- Bourguignon, F. et Andreff, W., 1994. Quand la stabilisation dure... L'hypothèse d'une inflation inertielle en Europe centrale et orientale. *Revue économique, Presses de Sciences-Po*, 45(3), pp. 819-832.
- Bouveret, A., Mestiri, S. et Sterdyniak, H., 2006. La valeur du yuan. Les paradoxes du taux de change d'équilibre. *Revue de l'OFCE, Presses de Sciences-Po*, 98(3), pp. 77-127.
- Boyer, R., 2002. La croissance, début de siècle. De l'octet au gène. Paris: Albin Michel Économie.
- Boyer, R., Dehove, M. et Plihon, D., 2004. *Les crises financières*, Paris: La Documentation française.
- Brender, A. et Pisani, F., 2001. *Les marchés et la croissance*. Paris: Economica.
- Brunet, A. et Guichard J-P., 2011. La visée hégémonique de la Chine, l'impérialisme économique, Paris : L'Harmattan.
- Bruno, M., Di Tella, G., Dornbusch, R. et Fisher, S., 1988. Inflation Stabilization: the Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia and Mexico. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Burkett, P. et Dutt, A., 1991. Interest Rate Policy, Effective Demand, and Growth in LDC.s. *International Review of Applied Economics*, 5(2), pp. 127-153.
- Burniaux, J.-M., 1995. Establishing Financial Discipline: Experience with Bankruptcy Legislation in Central And Eastern European Countries. *OECD Economic Studies*, 25(2), pp. 110-151.
- Calvo, G. et Kumar, M., 1994. Money Demand, Bank Credit, and Economic Performance in Former Socialist Economies. *Working Paper, IMF*, Issue 94/3.
- Caprio, G., Honohan, P. et Stiglitz, J., 2001. Financial Liberalisation: How far, how fast?. *Cambridge University Press*.
- Caprio, G. et Summers, L., 1993. Finance and Its Reform: Beyond Laissez-Faire. *Policy Research Working Paper*, Issue 1171.

- Cartelier, J., 1991. Monnaie et système de paiement: le problème de la formation de l'équilibre. *Revue française d'économie*, Eté.VI(3).
- Cartelier, J., 1995. *La monnaie*. Paris: Flammarion.
- China Banking Regulatory Commission, 2010. Rapport annuel de la Commission de Régulation bancaire de Chine, Beijing: s.n.
- Chudik, A. et Fratzscher, M., 2011. Identifying the global transmission of the 2007-2009 financial crisis in a GVAR model. *European Economic Review*, Issue 55, pp. 325-339.
- Clarke, G., Crivelli, J. et Cull, R., 2005. The direct and indirect impact of bank privatization and foreign entry on access to credit in Argentina's provinces. *Journal of Banking and Finance*, 29(1), pp. 5-29.
- Clement-Pitiot, H. et Scialom, L., 1995. Réformer l'intermédiation financière en Russie: des options. *Revue Economique*, 46(2), pp. 433-455.
- Cohen, B. J., 2009. The Future of Reserve Currencies, *Finance and Development*, Vol. 46, No. 3 (September 2009).
- Connolly, R., 2009. Financial Vulnerabilities in Emerging Europe: An Overview. *BOFIT Online*, Issue 3.
- Cook, P., 2001. Finance and small and medium-sized enterprises in developing countries. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 6(1), pp. 17-24.
- Corsetti, G., Pesenti, P. et Roubini, N., 1999. What caused the Asian currency and financial crisis. *Japan and the World Economy*, Issue 11.
- Coupey-Soubeyran, J., Plihon, D. et Saidane, D., 2006. *Les banques, acteurs de la globalisation financière*. Les études de la documentation française éd. Paris: La Documentation Française.
- Creel, J. et Sterdyniak, H., 2006. Faut-il réduire la dette publique ?. *Lettre de l'OFCE*, Issue n°271.
- Cull, R., Davis, L. E. Lamoreaux, N. R., et Rosenthal, J- L., 2006. Historical financing of small and medium size enterprises. *Journal of Banking & Finance*, 30, 3017-3042.
- Cull, R. et Xu, L. C., 2003. Who gets credit? The behavior of bureaucrats and state banks in allocating credit to Chinese state-owned enterprises. *Journal of Development Economics*, Issue 71, p. 533-559.
- Daniel, J., Davis, J., Fouad, M. et Van Rijckeghem, C., 2006. *L'ajustement budgétaire comme instrument de stabilité et de croissance*, Washington: Fonds monétaire international.
- Daniel, J., Davis, J., Fouad, M. et Van Rijckeghem, C., 2006. *L'ajustement budgétaire comme instrument de stabilité et de croissance*, Washington: Fonds monétaire international.

- Davis, E., 1992. Debt, financial fragility, and systemic risk. Oxford: Clarendon Press.
- De Boissieu, C., 1994. Problématique des marchés de capitaux émergents. *Revue de l'économie financière*, été. Issue 29.
- Deloizier, B. et Hochraich, D., 2006. L'investissement en Chine est-il excessif?. *Economie et Prévisions*, Février. Issue 173.
- Demirgüç-Kunt, A. et Detragiache, E., 1998. Financial Liberalization and Financial Fragility. *IMF Working Paper*, pp. 1-36.
- Demirgüç-Kunt, A. et Levine, R., 2008. Finance and Economic Opportunity. *World Bank Policy Research Working Paper* 4468..
- Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. et Beck, T., 2005. SMEs, Growth, and Poverty. *NBER Working Paper Series*, Issue w11224, pp. 16-17.
- Diatkine, S., 1995. *Théories et politiques monétaires*. Paris: A. Colin.
- Dimson, E. et Mussavian, M., 1998. A Brief History of Market Efficiency. *European Financial Management*, 4(1), p. 91-193.
- Donadiou, J., 2003. La libéralisation financière : une déstructuration de la cohérence des modèles de développement thaïlandais et malais. *Tiers-Monde*, 44(173), pp. 171-194.
- Dornbush, R. et Reynoso, A., 1989. Financial Factors in Economic Development. *American Economic Review*, May, 79(2), pp. 204-209.
- Doumbia, S., 2011. Surliquidité bancaire et « sous-financement de l'économie ». Une analyse du paradoxe de l'UEMOA. *Revue Tiers-Monde*, 1(205), pp. 151-170.
- Dress, B. et Pazarbasioglu, C., 1998. The Nordic Banking Crisis : Pitfalls in Financial Liberalization. *IMF Occasional Paper*, Issue 161.
- Durkheim, E., 1993. *De la division du travail social*. Paris: PUF, Collection Quadrige.
- Dussauge, P., Garrette, B. et Ramanantsoa, B., 1988. Stratégies relationnelles et stratégies d'alliances technologiques. *Revue Française de Gestion*, mars-avril-mai, Issue 68, pp. 7-9.
- EBRD, 2002. *Transition Report 2002*, London: EBRD.
- Edey, M. a. K. H., 1995. An Assessment of Financial Reform in OECD Countries. *OECD Economics Department Working Papers*, pp. 4-17.
- Edwards, 1986. The order of liberalization of the current and capital accounts of the balance of payments. Dans: *Economic Liberalization in Developing Countries*. Londres: Basil Blackwell.
- Eichengreen, B., 2004. Global imbalances and the lessons of Bretton Woods. *NBER Working Paper*, Issue 10497.
- Eichengreen, B. et Hausmann, R., 1999. Exchange rates and financial fragility. *NBER*,

Working, novembre. Issue 7418.

Eichengreen, B., Hausmann, R. et Panizza, U., 2002. Original Sin: the Pain, the Mystery, and the road to Redemption. : mimeo.

Espinosa, M. et Hunter, W., 1994. Financial repression and economic development. *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, pp. 1-11.

Etzioni, A. et Lawrence, P. R., 1991. *Socio-Economics. Toward a New Synthesis*. s.l.: Armonk and London.

Evan, K., Hofler, R. et Payne, J., 2006. Privatization, Foreign Bank Entry and Bank Efficiency in Croatia: A Fourier-Flexible Function Stochastic Cost Frontier Analysis. *Applied Economics*, Issue 38, pp. 2075- 2088.

Fama, E. F., 1965. "The behaviour of stock-market prices", *The Journal of Business*, 38(1), pp. 34-105.

Fama, E., 1970. "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work", *The Journal of Finance*, 25(2), pp. 383-417.

Fama, E., 1980. "Banking in the theory of finance", *Journal of Monetary Economics*, 6, pp. 39-57.

Fama, E., 1991. Efficient Capital Markets: II.. *Journal of Finance*, 46(5), pp. 1575-1617.

Fan, G., 2004. Créances douteuses et dette publique globale en Chine. *Revue d'Economie Financière*, Issue 77.

Farrell, D. et al., 2006. Putting China's Capital to Work: The Value of Financial System Reform, s.l.: McKinsey Global Institute.

Fischer, S. et Gelb, A., 1991. Issues in Socialist Economy Reform. *Journal of Economic Perspectives*, automne, Volume 5, pp. 91-105.

Fisher, Gueyie et Ortiz, 1997. Financial liberalization : commercial banks blessing or curse ?. *working paper CREFA, Université Laval*, Issue 97-02.

Fisher, K. P. et Smaoui, H., 1997. From Financial Liberalization to Banking Failure: Starting on the Wrong Foot? *Working Paper, CREFA*, 97(3).

FMI, 2010. Global liquidity expansion: Effects on receiving Economies and policy response options. *Global financial stability report*. chapitre , April.

Forbes, K. et Rigobon, R., 2000. Contagion in Latin America: Definitions, Measurement, and Policy Implications. *NBER Working Papers*, Issue 7885.

Fourcade, C. et Michkevitch, M., 2004. Petites entreprises et territoire dans les pays en

transition : de nouveaux « petits mondes ? ». Montpellier.

French, K. et Porterba, J., 1991. Investor diversification and international equity markets.. *American Economic Review*, Issue 81, pp. 222-226.

Fry, M., 1982. Models of Financially Repressed Developing Economies. *World development*, 10(9), pp. 731-750.

Galbis, V., 1986. Financial Sector Liberalization under Oligopolistic Conditions and a Bank Holding Company structure. *Savings and Development*, 10(2), pp. 117-141.

Gaulard M., 2009. Les limites de la croissance chinoise, *Revue Tiers Monde*, Armand Colin, 2009/4 - n° 200, pp. 875-893

Gaulard M., 2011. Les dangers du *carry-trade* : le cas du Brésil depuis la crise des subprimes. *Economie appliquée*, Paris, T. XIV, n°4, décembre.

Gaulard M., 2012. Chine et Brésil : une croissance des salaires à relativiser, *La Revue de l'IRES*, 73, pp.181-204.

Gerschenkron, A., 1962. Economic Backwardness in Historical Perspective. A Book of Essays. Cambridge: Harvard University Press.

Gibson, H. et Tsakalotos, E., 1994. The scope and limits of financial liberalisation in developing countries. *Journal of Development Studies*, 30(3), pp. 578–628.

Gillet, P., 2006. *L'efficience des marchés financiers*. Paris, Economica.

Giovannini, A. et De Melo, M., 1993. Government Revenue from Financial Repression. *American Economic Review*, septembre, 83(4), pp. 953-963.

Girardin, E., 1997. Réforme du Système Bancaire et Encadrement du Crédit en Chine, Paris, OCDE.

Giraud, P. N., 2001. *Le commerce des promesses*. Paris, Seuil.

Goodhart, C., 1993. La politique monétaire dans les années 1990 : objectifs et moyens d'action. *Banque de France, Cahiers Économiques et Monétaires*, Issue 41.

Grossman, S. et Stiglitz, J., 1980. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review*, Volume 70, pp. 393-408.

Grubel, H., 1968. Internationally Diversified portfolios: Welfare gains and Capital Flows. *American Economic Review*, Issue 58, pp. 1299-1314.

Guérineau, S. et Jeanneney, S. G., 2003. Politique de change et inflation en Chine. *Revue d'économie politique*, Volume 113, pp. 199-232.

Gupta, K., 1984. Finance and Economic Growth in Developing Countries. Londres: Croom Helm.

Gurley, J. et Shaw, E., 1960. *Money in a Theory of Finance*. Washington DC, The Brookings

Institution.

Gurtner, B., 2010. La crise économique-financière et les pays en développement. *Revue internationale de politique de développement*, Issue 1, pp. 201-227.

Guttentag, J. et Herring, R., 1986. Disaster myopia in international finance. *International Finance, Princeton University*, septembre, Issue 164.

Guttmann, R., 1994. *How Credit-Money Shapes the Economy*. Armonk, M.E. Sharpe.

Havrylchyk, O. et Poncet, S., 2007. Foreign Direct Investment in China: Reward or Remedy?. *The World Economy*, November, 30(11), pp. 1662-1681.

Hellmann, Thomas, F., Murdock, C. et Stiglitz, J. E., 2000. Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?. *American Economic Review*, 90(1), pp. 147–165.

Henry, P., 2000. Sock market liberalisation, economic reform, and emerging market equity prices. *Journal of Finance*, LV(2).

He, Q., 1999. China's Latent Economic Crisis and Potential Risks. *Modern China Studies*, 65(2).

Hillier, Brian et Ibrahim, M.-V., 1993. Asymmetric Information and Models of Credit rationing. *Bulletin fo Economic Research*, October, 45(4), pp. 271-304.

Hmimid, F. et Imbert, A., 2006. Les banques centrales face aux défis du développement. *Techniques financières et développement*, Issue 83, p. 31.

Holden, P. et Prokopenko, V., 2001. "Financial Development and Poverty Alleviation: Issues and Policy Implications for Developing and Transition Countries. *IMF Working Paper* 01/160..

Huang, Y. et Yang, Y., 1998. China's Financial Fragility and Policy Responses. *Asian-Pacific Economic Literature*, November, 12(2), pp. 1-9.

Huchet, J., 1998. Les prêts non-performants du secteur bancaire. *Perspectives chinoises*, Issue 49, pp. 78-79.

Jemric, I. et Vujcic, B., 2002. Efficiency of banks in croatia : A dea approach. *Croatian National Bank, Working paper*, Issue 7.

Johnston, R. et Pazarbasioglu, C., 1995. Linkages Between Financial Variables Financial Sector Reform and Economic Growth and Efficiency. *IMF Working Paper*, octobre. Issue 95/103.

Joumady, O., 2001. Déréglementation du marché des capitaux et efficencies de l'intermédiation bancaire au Maroc — Une analyse micro-économétrique. Lyon. Université Lumière Lyon 2.

- Julien, P.-A., 1997. Théorie économique des PME. Dans: *Les PME : Bilan et perspectives*. Paris: Economica, pp. 19-40.
- Kaminsky, G.L. et Reinhart, C.M., 1999. The Twin Crises : The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems , *American Economic Review*, 89, pp. 473-500.
- Kapur, B., 1976. Alternative Stabilization Policies for Less-Developed Economies. *Journal of Political Economy*, août, 84(4), pp. 777-795.
- Keynes, J. M., *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Bibliothèque scientifique Payot, 1990 (1^{re} éd. 1936)
- Keynes, J. M., *La pauvreté dans l'abondance*, Paris, Gallimard, 2002.
- Keynes, J. M., Les conséquences économiques de la paix, préface d'Édouard Husson ; traduction et annotation de David Todd, Paris, Gallimard, 2002, pp. 231.
- King, R. G. et Levine, R., 1993. Finance and Growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economy*, 108(3), pp. 717-737.
- Klapper, Sarria-Allende, V. et Zaidi, R., 2006. A Firm-Level Analysis of Small and Medium Size Enterprise Financing in Poland. *World Bank Policy Research Working Paper*, Issue 3984.
- Knight, M., 1999. Les pays en développement ou en transition devant la libéralisation financière. *Finances et Développement*, Juin, 36(2), pp. 32-35.
- Koivu, T. et Sutela, P., 2005. Financial Systems in Transition: Could Small Actually Be Beautiful?. *Eastern Economic Journal*, 31(2), pp. 265-283.
- Kornai, J., 1984. Bureaucratic and market coordination. *Osteuropa Wirtschaft*, 29(4).
- Kraft, E. et Galac, T., 2000. The Impact of Foreign Banks on the Croatian Banking Market. *Paper presented at the 6th European Association of Comparative Economic Systems*, September 7-9.
- Kregel, J. A., 1979. A Keynesian Approach to Inflation Theory and Policy . Dans: Longman, éd. *Perspectives on Inflation: Models and Policies*. Londres. David F. Heathfield.
- Krueger, A. O., 1986. Problems of liberalization. Dans: *Economic Liberalization in Developing Countries*. New York-Oxford: Blasil Blackwell, p. 30.
- Krugman, P., 1998. *What happened to Asia*. MIT, mimeo.
- Kuroyanagi, M., 1997. Macroeconomic policy and capital movements in four ASEAN countries : Indonesia, Malaysia, the Philippines and Thailand, Tokyo, Exim Review.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. et Vishny, R., 1998. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), pp. 1113-1155.
- Lal, D., 2006. A Proposal to Privatize Chinese Enterprises and End Financial Repression. *Cato Journal*, Printemps-été, 26(2), pp. 275-286.

- Lavoie, M., 1985. Inflation, chômage et la planification des récessions : la Théorie générale de Keynes et après. *L'Actualité économique*, 61(2), pp. 171-199.
- Lavoie, M., 2004. *L'économie postkeynésienne*. Paris: La découverte.
- Lawrence, P., 2006. Finance and Development: Why Should Causation Matter?. *Journal of International Development*, 18(7), pp. 997-1016.
- Le Roy, F., 2003. Rivaliser et coopérer avec ses concurrents : le cas des stratégies collectives agglomérées. *Revue française de gestion*, 29(143), pp. 145-158..
- Lepetit, J.-F., 2010. *Rapport sur le risque systémique*, Paris: Ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi.
- Levine, R., 1996. Financial Development and Economic Growth: View and Agenda. *Policy Research Working Paper*, WPS 1678.
- Levine, R., 1997. Financial development and economic growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, Issue 35, pp. 688-726.
- Levine, R., 2002. Bank-Based or Market-based Financial System : Which is Better ?. *Journal of Financial Intermediation*, pp. 398-428.
- Levine, R. et Zeros, S., 1998. Capital control liberalisation and stock market development. *World development*, 26(7).
- Litviakov, M., 1996. Le système de paiement en Russie: une proposition de réforme. *Revue d'Etudes comparatives Est-Ouest*, 27(2), pp. 109-122.
- Litviakov, M., 2002. *Monnaie et économie de pénurie en URSS*. Paris: l'Harmattan.
- Longueville, G. et Ngo, N., 2004. Le système bancaire chinois : un risque systémique ?. *Revue d'économie financière*, Issue 77.
- Lu, J., 2000. The Security Market and State-Owned Enterprise Reform in China. *World Economy and China*, septembre – octobre, 8(5), pp. 5-12.
- Malcolm, E. et Hviding, K., 1995. An Assessment of Financial Reform in OECD Countries. *OECD Economics Department Working Papers*, Issue 154.
- Markowitz, H., 1952. Portfolio Selection. *Journal of Finance*, 7(1), pp. 77-91.
- Marques Pereira, J., 2000. Crises financières et régulation politique en Amérique latine, Colloque organisé par le GREITD, l'IRD et les Universités de Paris I (IEDES), Paris 8 et Paris 13, *Mondialisation économique et gouvernement des sociétés : l'Amérique latine, un laboratoire ?*, Paris, 7-8 juin 2000
- Marques Pereira, J. et Théret, B., 2001. Régimes politiques, médiations sociales de la régulation et dynamiques macro-économiques. Quelques enseignements pour la théorie du développement d'une comparaison des caractères nationaux distinctifs du Brésil et du

Mexique à l'époque des régimes d'industrialisation par substitution des importations, avec Théret, B., *L'année de la régulation*, Presses de Sciences Po, n° 5.

Marques Pereira, J., 2012. La monnaie, la politique et la possibilité d'un mode de développement à nouveau fondé sur le marché intérieur au Brésil et en Argentine. Dossier : Les capitalismes en Amérique latine. De l'économique au politique. *Revue de la régulation* N°11 / 1^{er} semestre / Spring 2012.

Masson, P., 1999. Contagion: Macroeconomic Models with Multiple Equilibria. *Journal of International Money and Finance*. 18(4), pp. 587-602.

Mathieson, D., 1979. Financial Reform and Capital Flows in a Developing Economy. *IMF Staff Papers*, septembre, 26(3), pp. 450-489.

Mathieson, D., 1979. Financial Reform and Stabilization policy in a Developing Economy. *Journal of Development Economics*, September, 7(3), pp. 359-395.

McKinnon, R. I., 1973. *Money and Capital in Economic Development*. Washington, DC: Brookings Institution.

McKinnon, R. I., 1991. The Order of Economic Liberalization. Financial Control in the Transition to a Market Economy. Londres: Johns Hopkins University Press.

McKinnon, R. I., 1993. The Order of Economic Liberalization. Financial Control in the Transition to a Market Economy. 2e éd. Baltimore and London: The John Hopkins University Press.

Michael, M., 1986. Michaely Michael (1986), The timing and sequencing of a trade liberalization policy. Dans: *Economic Liberalization in Developing Countries*. Londres: Basil Blackwell.

Miller, M. et Weller, P., 1991. Financial liberalisation, asset prices and exchange. *Working Paper*, Février, Issue 94.

Minsky, H., 1977. A theory of Systemic Fragility", in Altman E. et Samaets A. (dir.), *Financial Crisis-Institutions and Markets in a Fragil Environment*, Wiley, New York.

Minsky, H., 1980. Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism. *Journal of Economic*, Volume 14.

Minsky, H., 1982. *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, N.Y., Sharpe Inc.

Minsky, H., 1986. *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press.

Miotti, L. et Plihon, D., 2001. Libéralisation Financière, Spéculation et Crises Bancaires. *Economie Internationale*, Issue 85, pp. 3-36.

Modigliani, F. et Cao, S., 2004. The Chinese saving puzzle and the Life-Cycle Hypothesis.

ournal of Economic Literature, Volume XLII, pp. 145-170.

Nenovsky, N., 1999. Une économie en transition a-t-elle vraiment besoin d'une Banque centrale ? La Caisse d'émission en Bulgarie. *Revue d'études comparatives Est-Ouest*, 30(4), pp. 65-96.

Noyer, C., 2007. Financial Innovation, Monetary Policy and Financial Stability. *Spring Conference, Banque de France*..

Obstfeld, M., 1993. International Capital Mobility in the 1990's. *NBER Working Paper*, Issue 4534.

Obstfeld, M. et Taylor, A. M., 2002. Globalization and capital markets. *NBER working paper* , Issue 8846.

OCDE, 1991. The transition to a market economy. Paris, OCDE.

OCDE, 2000. The Role of the Financial System in Enterprise Reforms », Reforming China's , Reforming China's Enterprises. OCDE.

OCDE, 2002. La Chine dans l'économie mondiale, Paris, OCDE.

OCDE, 2005. Étude économique de la Chine, Paris, OCDE.

OCDE, 2011. Perspectives économiques de l'OCDE, Volume 2011/1, Paris, OCDE.

Obstfeld, M., et Rogoff K., 2009. Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes, *Asia and the Global Financial Crisis*, actes d'un colloque tenu à la Banque fédérale de réserve de San Francisco les 19 et 20 octobre, pp. 131-172.

Oleh, H. et Thomas, L., 1999. Déterminants de croissance des pays de transition. *Finance et Développement*, FMI, Juin, 36(2).

Orléan, A., 1999. *Le pouvoir de la finance*. Paris: Odile Jacob.

Ostroy, J.-M. et Starr, R.-M., 1991. The transactions role of money. Dans: *Handbook of monetary Economies*. NorthHolland: s.n., pp. 4-61.

Ould-Ahmed, P., 1997. Accumulation du capital et inflation en Chine : l'expérience des années 1990. *Revue d'études comparatives Est-Ouest*, 28(4), pp. 141-174 .

Park, A. et Sehrt, K., 2001. Tests of Financial Intermediation and Banking Reforms in China. *Journal of Comparative Economics*, Volume 29, pp. 608-644.

Peterson, R. et Shulman, J., 1987. Entrepreneurs and bank lending in Canada. *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, Issue 5, p. 41-45.

Plihon, D., 1999. *Les banques : nouveaux enjeux, nouvelles stratégies*. Paris: La Documentation Française.

Plihon, D., 2000. Les politiques de stabilité du système bancaire et financier. *Les Cahiers*

Français, Documentation Française, juillet-août.

Pollin, J., 1993. Le système bancaire français et la déréglementation. *Revue d'Economie Financière*, Issue 27.

Prasad, E., Rajan, R. et Subramanian, A., 2007. Le paradoxe des flux de capitaux. *Finances et Développement*, Mars, pp. 16-19.

Qian, Y. et Roland, G., 1998. Federalism and the soft budget constraint. *American Economic Review*, Issue 88 (5) , p. 1143–1162.

Raineau, L., 1996. Transformation du système d'information et transition vers l'économie de marché, l'exemple de la Russie. *mimeo, ROSES*, p. 22.

Rajan, R. G., 2010. Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy, Princeton, Princeton University Press.

Ralph, D. H. et Lelyveld, I. V., 2008. Internal Capital Markets and Lending by Multinational Bank Subsidiaries. *EBRD Working Paper*, Issue 105.

Ram Consultancy Services Sdn Bhd. 2005. SME access to financing: Addressing the supply side of SME financing, REPSF Project No. 04/003.

Rausser, G., Balson, W. et Stevens, R., 2010. Centralized clearing for over-the-counter derivatives. *Journal of Financial Economic Policy*, 2(4), pp. 346 - 359.

Reinhart, C. M. et Sbrancia, M. B., 2011. The Liquidation of Government Debt. *NBER Working Paper 16893*.

Reinhart, C. M., 2012. Le retour de la répression financière. *Revue de la stabilité financière*, Avril, Issue 16, pp. 39-50.

Reisen, H., 1999. After the Great Asian Slump: Towards a Coherent Approach to Global Capital Flows. *OECD Development Centre Policy Briefs 16, OECD Development Centre*.

Riès, P., 1998. *Cette crise qui vient d'Asie*. Paris: Grasset.

Rizopoulos, Y., 1995. Groupes d'intérêt, action publique et dynamique industrielle. Dans: A. Andreff, éd. *Le secteur public à l'Est*. Paris: L'Harmattan, pp. 105-123.

Rodrik, D., 1998. Why Do More Open Countries Have Bigger Governments. *NBER working paper, n° W5537*, Avril.

Ross, L., Loyaza, N. et Beck, T., 2000. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. *Journal of Monetary Economics*, Issue 46, p. 31–77.

Roubini, N. et Sala-i-Martin, X., 1991. Financial Development, the Trade Regime, and Economic Growth. *NBER Working Paper*, Issue 3876.

Roubini, N. et Sala-i-Martin, X., 1995. A growth model of inflation, tax evasion, and financial repression. *Journal of Monetary Economics*, April, 35(2), pp. 275-301.

- Roubini, N. et Setser, B., 2005. *Will the Bretton Woods 2 regime unravel soon? The risk of a hard landing in 2005–2006*. San Francisco, organized by the Federal Reserve Bank of San Francisco and UC Berkeley.
- Salama, P., 1995. Nouvelles formes de dépendances financières dans les pays sous-développés. *Actuel Marx*, Issue 18, pp. 73-84.
- Salama, P., 2006. Chine : l'ouverture revisitée. Dans: P. B. e. S. Changeur, éd. *La Chine dans la mondialisation : marchés et stratégies*. Paris: Maison neuve et Larose.
- Salama, P., 2006. Le défi des inégalités Amérique latine/Asie: une comparaison économique. Paris: La découverte.
- Salama, P., 2009. Argentine, Brésil, Mexique, face à la crise internationale, *Revue Tiers Monde* 2009/1, n° 197, pp. 183-202.
- Salama, P., 2012a. Chine-Brésil : industrialisation et désindustrialisation « précoce », *Economie appliquée*, n° 1, mars, p. 33-67.
- Salama, P., 2012b. Financial Stability and Growth. What We Learned from the 2008 Financial Crisis in Latin America, São Paulo, March 22-23, 2012 Conference, 23 p.
- Salama, P., 2012c. *Les économies émergentes latino-américaines. Entre cigales et fourmis*, Coll. U, Armand Colin 2012, 232 p.
- Sapir, J., 2000. Le consensus de Washington et la transition en Russie: histoire d'un échec. *Revue Internationale de Sciences Sociales*, décembre, Issue 166, pp. 541-553.
- Sarkar, J., Sarkar, S. et Bhaumik, S., 1998. Does Ownership Always Matter? -- Evidence from the Indian Banking Industry. *Journal of Comparative Economics*, June, Issue 26, pp. 262-281.
- Santor, E. et Schembri, L., 2011. Le système monétaire international : évaluation et pistes de réforme, *Revue de la Banque du Canada*, Automne.
- Scialom, L. et Zlotowski, Y., 1994. Les fondements institutionnels de la crise monétaire russe, un éclairage théorique. *Revue d'économie politique*, sept-oct, 104(5), pp. 702-718.
- Serven, L. et Solimano, A., 1994. Striving for Growth after Adjustment : The Role of Capital Formation. *The World Bank*.
- Sgard, J., 1995. Ajustement des entreprises et distribution du crédit pendant la transition : une comparaison de quatre pays d'Europe centrale et orientale. *Revue économique*, 46(3), pp. 787-796.
- Sharpe, W., 1964. Capital Asset Prices : A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, XIX(3), p. 425–442.
- Shaw, E., 1973. *Financial Deepening In Economic Development*. New York: Oxford

University Press.

Shiller, R.J. (2002) "From Efficient Market Theory to Behavioral Finance", *Cowles Foundation Discussion Paper* No. 1385.

Simon, H., 1955. A Behavioral Model of Rational Choice. *The Quarterly Journal of Economics*, Issue 69, pp. 129-138.

Stiglitz, J. et Weiss, A., 1981. Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), pp. 393-410.

Stiglitz, J., 1989. Markets, Market Failure, and Development. *The American Economic Review, Papers and Proceedings*, 79(2), pp. 197-203.

Stiglitz, J., 1998. Sound finance and sustainable development in Asia. *Keynot address to the Asia Development Forum*, March.

Stiglitz, J., 2002. Information and the Change in the Paradigm in Economics. *The American Economic Review*, 92(3), pp. 460-501.

Sun, Q. et Tong, W., 2003., « China Share Issue Privatization: the Extent of its Success », *Journal of Financial Economics*, Issue 70, pp. 183-222.

Taylor, L., 1983. *Structuralism Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*. New York: Basic Books.

Tchundjang Pouémi, J., 1980. Monnaie, servitude et liberté : la répression monétaire de l'Afrique. Paris: Menaibuc.

Théret, B., 2011. Du keynésianisme au libertarianisme. La place de la monnaie dans les transformations du savoir économique autorisé. *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*. 10, 2e semestre, Automne 2011

Tobin, J., 1984. A Mean-Variance Approach to Fundamental Valuations. *Cowles Foundation Discussion Papers 711R*, p. 7.

Tsuru, K., 2000. Finance and Growth : Some theoretical considerations and a review of empirical literature. *Economic Department Working paper*, Issue 228, p. 51.

Ülgen, F., 1995. Endogénéités de la monnaie. Fondements et définitions d'un concept : un bilan critique. *Économie Appliquée*, 48(4), pp. 29-59.

Ülgen, F., Levent, H. et Polat, S. S., 2003. Le système bancaire turc : fragilités et crises . Dans: Communication aux 7e rencontres euro-méditerranéennes : Chocs exogènes, politiques d'ouverture et d'ajustement et négociations commerciales internationales dans la zone Euro-Méditerranéenne, Rabat.

Ülgen, F., 2007. "Intégration financière et désintégration monétaire : La Turquie en crise de confiance. *Economie et institutions*, Issue 10-11.

- Ülgen, F., 2011. Crise systémique et crise des fondements de la régulation financière. *Economie Appliquée*, 64(4), pp. 43-68.
- Ülgen, F., 2011. Régulation monétaire et financière et viabilité des économies de marché, *Economie et institutions*, N° 17, 2nd semestre, pp. 63-95.
- Ülgen, F., 2012a. Evolution économique et innovations financières : d'un processus créatif à une création destructrice , à paraître dans *Innovations. Cahiers d'économie de l'innovation*.
- Ülgen, F., 2012b. Paving the way for reconsidering the working of market economies: the Minsky perspective, *16th conference OF The Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FMM): the state of economics after the crisis*, 25 – 27 October 2012, Berlin.
- Vahabi, M., 1995. Le secteur non étatique, la contrainte budgétaire lâche et la politique de la porte ouverte en Chine. *Revue d'études comparatives Est-Ouest* , 26(2), pp. 161-182 .
- Van Wijnbergen, S., 1983. Interest Rate management in LCD's. *Journal of Monetary*, septembre, 12(3), pp. 433-452.
- Velasco, A., 1988. Liberalization, Crisis, Intervention : The Chilean Financial System, 1975-85. *IMF Working Paper*, Issue WP/88/66.
- Vogel, R. et Buser, S., 1976. Inflation, Financial Reform, and Capital Formation in Latin America. Dans: M. Dekker, éd. *Money and Finance in Economic Growth and Development: Essay in Honor of E.S. Shaw*, ed. par R.I. McKinnon. New-York: s.n., pp. 35-70.
- Wang, Y., 2004. Financing Difficulties and Structural Characteristics of SMEs in China. *China et World Economy*, 12(2), pp. 34-49.
- Weill, L., 2003. Banking Efficiency in Transition Economies: The Role of Foreign Ownership. *Economics of Transition*, Volume 11, pp. 569-592.
- Weingast, B., Montinola, Gabriella et Qian, Y., 1995. Federalism, Chinese Style: The Political Basis for Economic Success in China. *World Politics*, 48(1), pp. 50-81.
- Yi, G., 1994. Money, Banking and Financial Markets in China. *Boulder, Westview Press*.
- Yi, G., 2011. L'énorme excédent commercial à l'origine de l'inflation en Chine, *La 24e session du séminaire Langrun de prospective économique*. Le 28 Février 2011, Pékin.
- Zheng, J., Bigsten, A. et Hu, A., 2009. Can China's Growth be Sustained? A Productivity Perspective. *World Development*, 37(4), pp. 874-888.
- Zhou, X., 2009. Reform the International Monetary System, *Banque populaire de Chine*.
- Zoli, E., 2001. Cost and Effectiveness of Banking Sector Restructuring in Transition Economies. *IMF Working Paper*, October, pp. 3-7.
- Zoli, E., 2007. Financial Development in Emerging Europe: The Unfinished Agenda. *IMF*

Working Paper, 07(245).

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1 : Dette totale du gouvernement central (% du PIB)	34
Graphique 2 : Taux d'intérêt des prêts (%) dans certains pays développés	40
Graphique 3: La transformation du bilan bancaire en France depuis la libéralisation financière	41
Graphique 4 : L'évolution du poids de l'investissement de la part du secteur financier dans les pays OCDE (en pourcentage du total).....	44
Graphique 5 : Evolution de la répartition du revenu brut des banques, en %	45
Graphique 6 : Rendement des capitaux investis avant la crise (ROE en %), 2006.....	46
Graphique 7 : Revenu hors intérêt en pourcentage du revenu total dans les banques américaines et françaises	47
Graphique 8: Mobilité des capitaux de 1860 à 2000.....	50
Graphique 9 : Balance courante et balance des capitaux aux États-Unis entre 1992 et 2000 (milliard de dollars).....	51
Graphique 10 : Les indicateurs de l'efficacité opérationnelle dans les banques américaines.	52
Graphique 11 : Evolution de la performance des banques américaines depuis 1980	53
Graphique 12 : Écart des taux d'intérêt (taux de prêt moins taux de dépôt, %)	55
Graphique 13: L'évolution du niveau de l'endettement des ménages dans 7 pays OCDE :....	59
Graphique 14 : L'évolution du taux de croissance de la consommation des ménages de l'ensemble des pays de l'OCDE.....	59
Graphique 15 : Taux d'épargne des ménages en pourcentage du PIB.....	61
Graphique 16 : Taux d'intérêt des dépôts (%)	62
Graphique 17 : Volatilité des cours des actions dans les pays de l'OCDE.....	64
Graphique 18 : Proportion de pays en situation de crise bancaire entre 1900 et 2008 (pondérés par leur poids dans le PIB mondial)	94
Graphique 19 :L'évolution des déficits budgétaires chinois (en milliard de yuan)	156

Graphique 20 : L'évolution du revenu budgétaire en Chine (1)	161
Graphique 21 : L'évolution du revenu budgétaire en Chine (2)	161
Graphique 22 : Total net des flux de capitaux privés vers les pays en développement (% PIB)	230
Graphique 23 : Les exportations de l'économie chinoise (% du PIB)	237
Graphique 24 : Flux nets de capitaux entrants en Chine (en % PIB)	238
Graphique 25 : Le poids de l'entrée des devises dans la base monétaire en Chine	268
Graphique 26 : Masse monétaire M2 (% du PIB)	282
Graphique 27 : Crédit intérieur fourni par le secteur bancaire (% du PIB)	283
Graphique 28 : Evolution des réserves obligatoires et des réserves excédentaires en Chine (en 100 millions yuan).....	285
Graphique 29: Ratio de liquidité dans les principales banques commerciales chinoises.....	286
Graphique 30: Evolution de l'épargne chinoise par rapport au PIB (en %) entre 1992 et 2007	289
Graphique 31: Le taux de croissance de l'épargne chinoise selon différentes catégories	290
Graphique 32: Crédit intérieur fourni au secteur privé (% du PIB)	293
Graphique 33: Évolution des crédits industriels et commerciaux dans les banques chinoises (en milliards de yuan).....	295
Graphique 34: Structure des crédits à l'économie chinoise (%)	295
Graphique 35: L'évolution de la balance des transactions courantes de la Chine	297
Graphique 36: Contribution des IDE et des excédents de la balance courante aux réserves de change en Chine (%)	298
Graphique 37 : Taux d'intérêt réel (%)	317
Graphique 38 : Écart des taux d'intérêt (taux de prêt moins taux de dépôt, %)	318
Graphique 39 : Le taux de croissance des réserves de change en Chine %	320

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1: L'expansion des marchés financiers de produits dérivés (1) dans les principaux pays de l'OCDE	48
Tableau 2: Transactions internationales sur les actions et obligations(en % du PIB).....	49
Tableau 3 : Écart des taux d'intérêt (taux de prêt moins taux de dépôt, %)	93
Tableau 4 : La moyenne des indicateurs de la volatilité avant et après la libéralisation	245
Tableau 5 : La contribution de la répression financière à la recette fiscale avant la libéralisation financière	316

TABLE DES MATIÈRES

Liste des acronymes et abréviations	9
INTRODUCTION GÉNÉRALE	11
PREMIERE PARTIE	24
LA CHINE : UN CONTRE-EXEMPLE DE LA LIBERALISATION FINANCIERE	25
<i>Chapitre 1 : La libéralisation financière dans les pays développés : causes et conséquences</i>	<i>28</i>
Introduction	29
I - Déterminants de la libéralisation financière dans les pays développés	33
II - Processus et évolution de la libéralisation du système financier dans les pays développés	37
III - Conséquences économiques de la libéralisation financière dans les pays développés	43
A - Evolution structurelle des systèmes financiers	43
1) L'intensification de la concurrence	45
2) La titrisation	47
3) L'internationalisation des marchés financiers.....	48
B - Effets de la libéralisation financière sur l'efficacité et l'allocation des ressources... 51	
1) Efficacité opérationnelle	52
2) Efficacité du point de vue de l'allocation des ressources	55
3) Effets de la libéralisation financière sur les taux d'épargne	60
C - Effets de la libéralisation financière sur la stabilité financière et la régulation macroéconomique	63
1) Instabilité des marchés financiers	64
2) Fragilité des institutions financières	68
3) Diversification du portefeuille et accroissement du risque systémique	73
Conclusion.....	78
<i>Chapitre 2 : La libéralisation financière dans les pays en transition : résultats controversés</i>	<i>81</i>
Introduction	82
I - Processus et conséquences de la transition financière	86
A - Modalités et conséquences des réformes	86
B - Revue de la littérature sur les impacts de la libéralisation financière sur la performance bancaire	88
1) Question de l'efficacité liée aux propriétaires bancaires	89
a) Les banques publiques <i>versus</i> les banques privées	90
b) Les banques domestiques VS les banques à participation étrangère.....	91

2) Résultats ambigus de la libéralisation financière et validations empiriques fragiles	92
II - Libéralisation financière et croissance économique dans les pays en transition ...	96
A - La controverse des études empiriques.....	97
B - Les conditions préalables à la réussite des réformes financières	99
1) Infrastructure financière : de quoi parle-t-on ?	100
2) Le débat sur la priorité de réforme financière	102
III - Le rôle du système financier dans la réhabilitation des entreprises publiques ..	105
A - La privatisation freinée par l'inadaptation du système financier	106
1) Système bancaire fragile et incompetent	107
2) Marché financier prématuré	109
B - La crise de financement: pénurie de crédit aux entreprises publiques	110
1) La pénurie de crédit : causes et conséquences	111
2) La détérioration de la finance publique à la suite de la récession économique	112
IV - Le financement des petites et moyennes entreprises (PME) pendant la transition économique	114
A - Le poids économique des PME dans les économies en transition	115
B - Impact de la libéralisation financière sur le financement des PME	116
1) Le rationnement du crédit sur le marché du crédit.....	117
2) Fausse prospérité du marché boursier	118
C - Les difficultés de financement des PME.....	119
Conclusion.....	123
Chapitre 3 : La transition financière chinoise : progrès et difficultés	126
Introduction	127
I - Difficultés de la transition financière en Chine	130
A - Une transition économique freinée par une rupture de financement	130
B - Dysfonctionnements du système de paiement : la menace de démonétarisation et la perte de souveraineté monétaire	132
1) Le menace de la démonétisation : causes et conséquences.....	133
a) Rappel du mécanisme de création monétaire	133
b) Le désengagement de l'Etat et la pénurie des moyens de paiements.....	134
2) Conséquence de la perte de la souveraineté monétaire	137
C - Déficit des finances publiques et fragilité du système bancaire.....	139
1) La controverse du déficit budgétaire et de la politique d'austérité budgétaire	140
2) La force de la Banque centrale.....	142
D - Deux scénarios de transition financière à comparer	147
II - Transformation institutionnelle du système financier chinois	149
A - L'évolution institutionnelle de l'économie chinoise en transition	149
B - Les déficits budgétaires : origine, développement et solution	152
1) Le partage des ressources entre le centre et les régions	152
a) Le déclin des ressources budgétaires	153

b) Le déficit budgétaire accru malgré la baisse des dépenses publiques	155
2) Les deuxièmes réformes institutionnelles en 1994	157
a) Les réformes du système fiscal	158
b) Les réformes budgétaires	159
3) La contribution du système bancaire chinois à la résorption des déficits budgétaires	162
C - La stabilité des finances publiques à travers la répression financière	165
1) Une autre interprétation des créances douteuses et des prêts non performants	166
2) Les banques chinoises en première ligne de la régulation financière de l'Etat	167
3) L'explication de l'inégalité d'accès au crédit entre les entreprises étatiques et privées	168
Conclusion :	172
DEUXIEME PARTIE	174
LIBERALISATION VERSUS REPRESSION : LES EXPERIENCES DE REGULATION FINANCIERE CHINOISE	175
Chapitre 4 : De la répression à la libéralisation : analyse théorique de la libéralisation financière et effets sur la transition financière	179
Introduction	180
I - Les approches théoriques de la libéralisation financière	184
A - La répression financière selon McKinnon et Shaw	184
B - Le développement des approches de la libéralisation financière	188
II - Les faiblesses théoriques de l'approche de la libéralisation financière	191
A - Effet indéterminé du taux d'intérêt sur l'épargne	192
1) Effet substitution <i>versus</i> effet revenu ?	192
2) Le dualisme entre la finance formelle et la finance informelle	195
3) L'apport de l'épargne étrangère	197
B - Critiques post-keynésiennes de la libéralisation financière	198
1) L'effet du taux d'intérêt sur la demande effective	198
2) Le motif de précaution et la préférence de liquidité	201
3) L'implication pour les économies en transition	203
C - Imperfections des marchés financiers et spécificités du système bancaire	206
III - Les faiblesses empiriques révélées par les crises financières	212
A - L'instabilité financière accrue du fait de nouveaux risques	213
B - La crise des finances publiques et l'instabilité macroéconomique	216
1) L'imperfection du système fiscal	217
2) Le risque de l'émission des titres de la dette publique	219
3) Les conditions défavorables de l'endettement public dans les pays en transition	222
Conclusion	224
Chapitre 5 : Une ouverture financière maîtrisée en Chine : pourquoi et comment ?	228
Introduction	229

I - La politique d'ouverture financière en Chine	234
A - Politique d'attractivité des IDE et dynamique de croissance en Chine	234
B - Contrôle de l'afflux des capitaux sur les marchés financiers chinois	237
C - Restriction du volume et de l'échéance des prêts étrangers	239
D - Le démantèlement progressif des restrictions sur les changes	240
II - Le contrôle du mouvement de capitaux étrangers et la dépendance financière ..	243
A - Instabilité financière	244
B - Propagation des crises	247
C - Danger de la dépendance financière	250
1) La surliquidité mondiale a accru la dépendance financière	251
2) Interaction entre dépendance financière et crise monétaire	252
III - Indépendance monétaire et dépendance financière	255
A - Indépendance de la Banque centrale versus Indépendance monétaire	256
1) La banque centrale : le prêteur en premier et dernier ressort	257
2) La perte d'indépendance monétaire	258
B - Imperfection du système monétaire international et ses implications sur le choix des politiques de change chinoises	261
1) L'évolution du système monétaire international	261
a) L'opposition entre le plan Keynes et le plan White	262
b) Le DTS : le substitut de la monnaie internationale ?	263
c) Le régime de change flottant	264
2) La politique de change chinoise	266
IV - Internationalisation du yuan	270
A - L'objectif de l'internationalisation du yuan	270
B - Les mesures de l'internationalisation du yuan	272
Conclusion	274
<i>Chapitre 6 : La stratégie de surliquidité en Chine</i>	<i>276</i>
Introduction	277
I - Le phénomène de surliquidité de l'économie chinoise	281
A - Analyse des niveaux de liquidité en Chine	282
1) Le niveau de liquidité de l'économie chinoise	282
2) L'évaluation de la liquidité bancaire chinoise	284
B - Spécificités du système financier chinois	288
1) L'abondance de l'épargne domestique : particularités et implications	288
a) Les particularités de la structure de l'épargne chinoise	289
b) L'implication du système financier chinois : les crédits font les dépôts	291
2) La structure des crédits et la politique de l'industrialisation chinoise	292
3) L'excédent de la balance des paiements et les réserves de change	297
II - La remise de la finance au service de l'économie réelle chinoise	301
A - Nécessité d'une politique de crédit expansive	302
1) L'inflation chinoise contre l'approche monétariste	303

a) L'insuffisance des hypothèses monétaristes	303
b) Le danger d'une politique d'austérité à la suite d'une libéralisation des prix	305
2) La politique de crédit expansive est une solution passive de l'Etat chinois	307
a) L'importance du crédit bancaire dans la restructuration des entreprises publiques	308
b) Force et faiblesse de la politique expansive du crédit bancaire	311
B - Surliquidité et répression financière au service de la croissance économique chinoise	313
1) La répression financière comme outil de restabilisation financière.....	315
2) Recyclage des réserves de change et fonds souverains.....	319
a) La création du fonds souverain : Central Huijin	321
b) La recapitalisation des banques publiques par le recyclage des réserves de change.....	321
Conclusion.....	323
CONCLUSION GÉNÉRALE	326
BIBLIOGRAPHIE	330
LISTE DES GRAPHIQUES	347
LISTE DES TABLEAUX	349
TABLE DES MATIÈRES	350

Résumé

Cette thèse étudie le processus de transformation du système financier chinois dans un contexte de libéralisation financière. Son objectif est de questionner les possibilités d'établir un modèle de financement alternatif en faveur du développement économique des pays en développement. Cette recherche montre que l'expérience de la transition financière en Chine peut être considérée comme un cas de figure pertinent, traduisant la portée des approches de répression financière et les écueils des politiques de libéralisation financière. Elle s'attache à analyser le « paradoxe » de l'économie chinoise : une performance économique exceptionnelle s'accompagne de la fragilité de son système financier. L'objectif spécifique de ce travail est de discerner les spécificités de la transition financière chinoise afin de contribuer à une meilleure compréhension de la structure financière chinoise actuelle, de son efficacité pour le développement économique du pays et de l'impact de l'ouverture financière sur la stabilité de son système financier.

Mots-clés : Chine, libéralisation financière, politique monétaire, processus de développement économique, système bancaire

Abstract

This thesis examines the transformation of China's financial system in the context of financial liberalization. Its aim is to question the possibility of establishing an alternative financing model for economic development in developing countries. This research shows that the experience of the financial transition in China can be seen as a relevant case, reflecting the range of approaches to financial repression and the pitfalls of financial liberalization policies. It seeks to analyze the “paradox” of the Chinese economy: an exceptional economic performance is accompanied by the fragility of the financial system. The specific objective of this work is to discern the specifics of the Chinese financial transition to contribute to a better understanding of China's current financial structure, its effectiveness in the economic development and the impact of financial openness for financial system stability.

Keywords: China, financial liberalization, monetary policy, process of economic development, banking system